

**FUNDAÇÃO UNIVERSIDADE FEDERAL DE RONDÔNIA – UNIR
CÂMPUS PROFESSOR FRANCISCO GONÇALVES QUILES
DEPARTAMENTO ACADÊMICO DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS**

SILVANA VIGNATI

**AVALIAÇÃO DE EMPRESAS: UM ESTUDO COMPARATIVO ENTRE
VALOR CONTÁBIL E VALOR DE MERCADO DAS EMPRESAS QUE
NEGOCIAM AÇÕES NA BM&FBOVESPA**

**Trabalho de Conclusão de Curso
Artigo Científico**

Cacoal – RO
2014

SILVANA VIGNATI

**AVALIAÇÃO DE EMPRESAS: UM ESTUDO COMPARATIVO ENTRE
VALOR CONTÁBIL E VALOR DE MERCADO DAS EMPRESAS QUE
NEGOCIAM AÇÕES NA BM&FBOVESPA**

Artigo de Conclusão do Curso apresentado à
Universidade Federal de Rondônia – UNIR –
Câmpus Professor Francisco Gonçalves
Quiles, como requisito parcial para obtenção
do título de Bacharel em Ciências Contábeis.

Orientador: Professor Me. Evimael Alves
Teixeira.

Cacoal – RO

2014

FUNDAÇÃO UNIVERSIDADE FEDERAL DE RONDÔNIA – UNIR
CÂMPUS PROFESSOR FRANCISCO GONÇALVES QUILES
DEPARTAMENTO ACADÊMICO DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS

O Artigo - TCC intitulado por: “AVALIAÇÃO DE EMPRESA: Um estudo comparativo entre valor contábil e valor de mercado das empresas que negociam ações na BM&FBOVESPA”, elaborado pela acadêmica Silvana Vignati, foi avaliado e julgado aprovado pela banca examinadora formada por:

Prof.: Me Evimael Alves Teixeira
Presidente

Prof.^a: Dra Suzenir Aguiar da Silva Sato
Membro

Prof.^a: Me Ellen Cristina de Matos
Membro

Média

Cacoal - RO
2014

A minha filha, que ainda muito pequenina, teve sua parcela de cooperação em permitir sua mãe a realizar mais essa etapa.

Em primeiro lugar, agradeço ao Deus pai todo poderoso, que me concedeu vida e a oportunidade de realizar este trabalho.

À minha mãe e irmã, que me deram sua total compreensão e me animou por inúmeras vezes durante esta jornada.

Faço um agradecimento em especial ao Professor Orientador Me. Evimael Alves Teixeira, por ter me auxiliado no passo a passo para a concretização desta pesquisa e principalmente por sua paciência e atenção cedida com muita disposição. Assim como todos os professores, sábios mestres, que colaboraram para a realização deste curso.

**“Saber quando se deve esperar é
o grande segredo do sucesso.”**

Xavier Maistre

AVALIAÇÃO DE EMPRESAS: UM ESTUDO COMPARATIVO ENTRE VALOR CONTÁBIL E VALOR DE MERCADO DAS EMPRESAS QUE NEGOCIAM AÇÕES NA BM&FBOVESPA

Silvana Vignati¹

RESUMO: O objetivo foi analisar o valor de mercado das empresas, que negociam ações na Bolsa de Valores de São Paulo (BM&BOVESPA) no ano de 2012, em relação aos valores de *book* (valor contábil). Assim explicar com base na literatura e pesquisas já realizadas o que pode causar tais diferenças. Realizou-se um estudo seguindo o delineamento Bibliográfico e Documental, por meio de uma amostra de dados de 314 empresas, retiradas da base de dados Econômica, divididas em 21 setores, apresentados pela média das empresas do setor, retiradas as empresas de Patrimônio Líquido - PL negativo para análise separado e também seleção de 10 empresas, por se apresentarem com maior grau de intangibilidade nesta data, ano de 2012. Os resultados são de que o valor de mercado é distinto do valor contábil, que quanto maior o valor da empresa em Valor de Mercado Agregado - MVA, maior será seu grau de intangibilidade e maior a geração de riqueza aos acionistas. Esse diferencial deve estar relacionado aos ativos intangíveis presente nas estruturas das empresas, que favorecem serem reconhecidas no mercado de capitais. Quando uma empresa se precifica abaixo do valor contábil, estará a destruir valor aos seus investidores e há casos, em que mesmo com o valor contábil negativo, por estar com passivo descoberto, ainda existe fontes geradoras de valor, que a faça ser reconhecida no mercado de capitais, mesmo nesta condição. Neste contexto, pode ser observada a relevância à informação contábil podendo ser considera como mecanismos eficientes de controle e monitoração do desempenho da empresa e ferramenta complementar as falhas dos mecanismos de Governança Corporativa. Visou proporcionar compreensão e conhecimento sobre o processo de avaliação de empresas, no ponto de vista acadêmico e profissional sobre uma temática fundamental no mercado acionário, o da criação de valor.

PALAVRAS CHAVES: Avaliação de Empresas, Valor Contábil, Valor de Mercado.

1 INTRODUÇÃO

A temática em avaliação de empresas tem sido amplamente estudada e discutida entre diversos autores (Copeland, Koller e Murrin, 2002; Assaf Netto, 2003; Assaf Netto e Lima, 2011; Megliorini e Silva, 2009; Martelanc, Pasin e Cavalcante, 2005; Padoveze, 2006 e 2012; Schimidt e Santos, 2009; Ross, Westerfield e Jordan, 2000), pode ser devido à evolução das empresas, que se inovam tornando-se cada vez mais competitivas. Tais estudos evidenciam relevância da informação que proporcione compreender o processo envolvido na análise, de como avaliar uma empresa.

Pesquisadores dessa temática usam como fonte principal, informações da contabilidade, informações estas, que permitam a avaliação das particularidades dos ativos, também com mecanismos eficientes de controle e monitoração do desempenho da empresa (LOPES e MARTINS, 2005).

No entanto os valores informados pela contabilidade segundo Assaf Neto (2003) não

¹ Acadêmica concluinte do 8º período do curso de Ciências Contábeis da Fundação Universidade Federal de Rondônia - UNIR, Câmpus Professor Gonçalves Quiles. Orientador: Professor Me. Evimael Alves Teixeira.

se objetiva a refletir o valor de mercado de um ativo, sendo o valor contábil (*de book*) gerado através dos recursos próprios aplicados na empresa, com finalidade exclusiva de gerar lucro e são apresentados no Balanço Patrimonial para definir o valor financeiro e não econômico.

O valor de mercado surge do processo de avaliação de empresas, que é desenvolvido por meio da análise do valor decorrente dos resultados das expectativas de desempenho no futuro da companhia (COPELAND, KOLLER e MURRIN, 2002). Sendo que o resultado é para chegar a um consenso na negociação, considerando assim, que o valor, que um comprador pagaria por uma empresa, está associado ao potencial que ela possui em gerar riquezas no futuro (MEGLIORINI e SILVA, 2009).

Chegar a uma definição do valor, de quanto vale uma empresa no mercado de capitais, segundo Assaf Neto (2003) diz ser um trabalho complexo, pois não há uma ciência exata, a mensuração descreve a realidade do cenário econômico, sendo preciso ser coerente em escolher o modelo do cálculo, também necessita de um conhecimento aprofundado sobre o conceito de finanças, as suas técnicas, os procedimentos e outros fatores que influenciam o valor.

A mensuração poderá ser desenvolvida por mais de um dos modelos de avaliação, até porque existem diversos modelos e são complementares. Dessa forma poderá o avaliador chegar a um valor econômico justo, equilibrado (PEREZ e FAMÁ, 2003).

Diante do exposto para melhor conduzir este estudo foi proposta a seguinte questão de pesquisa: Qual o valor de mercado das empresas que negociam ações na Bolsa de Valores de São Paulo (BM&FBOVESPA) em relação aos valores de *book*? A partir dessa questão de pesquisa foi analisado o valor de mercado das empresas, que negociam ações na Bolsa de Valores de São Paulo (BM&FBOVESPA) no ano de 2012, em relação aos valores de *book*. Assim explicar com base na literatura e pesquisas já realizadas o que pode causar tais diferenças.

O presente este estudo, se configura de natureza descritiva e exploratória. Seguindo o delineamento Bibliográfico e Documental. Através de uma amostra de 314 empresas retiradas da base de dados Economática^{®2}, somente as empresas ativas que negociam ações na bolsa de valores de São Paulo - BM&FBOVESPA, em relação ao ano de 2012.

Visa proporcionar compreensão e conhecimento sobre o processo de avaliação de empresas. Que ao analisar o valor de mercado em relação ao valor contábil e com base na

² Mais informações sobre base de dados Economática acessar: www.economatica.com.br

literatura e pesquisas já realizadas o que pode causar tais diferenças, esse estudo contribua tanto do ponto de vista acadêmico, como profissional para o entendimento de uma temática fundamental no mercado acionário, o da criação de valor das empresas.

Espera-se que contribua para com o investidor, em observar informações que o possibilite à busca por melhores formas de investimentos e também, demonstrar que a Contabilidade pode ser fonte de informação em termos de contexto econômico nas decisões financeiras, que sua contribuição pode ser vital para tomada de decisões.

O estudo encontra-se organizado em mais de cinco seções. A seção 2 reporta-se os antecedentes do tema; descrição teórica sobre avaliação de empresas e criação do valor; valor contábil e o valor de mercado; métodos de avaliação de empresas e a relevância da informação contábil e o valor da empresa. A seção 3 enfoca a metodologia utilizada para a realização desse estudo. A seção 4 destina-se aos resultados das análises e discussão. Por fim a última seção é dedicada às considerações finais.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 ANTECEDENTES DO TEMA

A influência a essa temática de avaliação de empresas no Brasil vem ocorrendo conforme Monte, Araújo Neto e Rêgo (2009) diz em sua pesquisa, ser a partir das duas últimas décadas, com as grandes transformações econômicas, havendo desde 1980 os processos das reformas estruturais das empresas proporcionando privatizações, fusões de empresas, internacionalização da economia. Antecedentes sobre esta temática (apresentados no Quadro 1) evidenciaram a importância do conhecimento e como compreender o processo de análise, de como avaliar uma empresa, de acordo com as particularidades de cada caso envolvido na avaliação.

Quadro 1 - Antecedentes do tema sobre avaliação de empresas

Autor e ano de publicação	Objetivos da pesquisa	Resultado da pesquisa
Müller, Schultz e Borgert (2006)	Verificou o ponto de vista dos gestores acerca do valor da empresa com o valor atribuído pela contabilidade.	O resultado foi que os gestores em termo de valor da empresa, compreendem mais o valor de mercado, que os dos demonstrativos contábeis, apesar de saberem que o que traz embasamento para essas projeções é por meio das informações contábeis.

Continua

Continuação

Bussarello <i>et al.</i> (2013)	Tiveram o intuito de provar a viabilidade do uso FCD. Usaram dos dados históricos entre 2004 a 2010, das empresas listadas na BM&FBOVESPA, com o objetivo de analisar se projeções de 2004 a valor presente, se confirmam em termos de compatibilidade com os resultados de empresas em 2010. Utilizaram do método de Fluxo de Caixa Livre da Empresa (FCLE) e para cada empresa usou-se fluxos de caixas distintos para o cálculo, com dados diferenciados, fazendo uso de taxa de desconto o Custo Médio Ponderado de Capitais (WACC).	Observaram que há fragilidade no uso do método de FCD, principalmente em período de instabilidade econômica ou de alterações estratégicas administrativas e que este método fica muito subjetivo ao avaliador, podendo ser feitas adaptações conforme as características do setor da empresa em análise, com intuito de minimizar as variações, mas neste caso não foram feitas essas adaptações. Porém foi necessário fazer adequações conforme alterações da lei 6.404/76 e correção dos dados históricos sobre a inflação pelo IPCA, devido às projeções serem dos dados obtidos ao longo dos 7 anos, mesmo assim, os resultados apresentaram distorções relevantes entre as comparações das projeções.
Silva e Cunha (2003)	Verificou se a aplicabilidade em relação aos principais métodos de avaliações usados em setores de economias industriais, se a aplicabilidade dos mesmos métodos é também adequada aos setores de tecnologia, as chamadas de nova economia. Pois o grande questionamento é se esses métodos conseguem captar as principais questões inseridas por essas empresas. A análise foi feita por meio do Método de FCD; Lucro Residual; do Método de Múltiplo e o Valor de Mercado.	O resultado que por meio do Método de FCD e Lucro Residual, poderá ser utilizado, já por meio do Método de Múltiplo e o Valor de Mercado, falham em algumas questões inseridas ao contexto, pois há de se observar as premissas envolvidas com relação às questões do lucro (se sua visão é de curto ou longo prazo); o custo de transação; o custo de distribuição; o investimento em tecnologia se provoca aumento da produtividade e o risco correspondente.
Fernandes <i>et al.</i> (2013)	Realizou-se análise qualitativa, verificando se no Brasil a taxa de investimento de capital fixo e de giro para fins de avaliação de empresas, que se propõem em ofertas públicas de ações é realmente aderente à teoria de finanças corporativas, se tais projeções são realizadas conforme o que é abordado nos laudos publicados.	O resultado desse estudo proporcionou maior credibilidade às informações obtidas em avaliações de empresas no Brasil, afirmando que são realmente realizadas conforme o abordado na teoria, que as avaliações dos laudos publicados são condizentes aos que são aplicados pelas empresas, afirmações estas, correspondentes aos anos de 2006 a 2010, com a comparação das médias das variáveis usadas nas projeções de investimento em capital fixo e de giro, depreciação, NOPAT e taxa de investimento.
Cunha (2011)	Verificou se empresas Brasileiras em laudos de avaliação estão realmente avaliadas a valor justo, se há qualidade nas avaliações do desempenho financeiro estimado pelas Ofertas Públicas e Aquisições de Ações (OPAs), autorizadas pela Comissão de Valores Mobiliários do Brasil (CVM), no período de 2002 a 2009, se é o que efetivamente é realizado com as obtidas do banco de dados Econômica.	O resultado precisou de adaptações necessárias ao método de FCD, conforme a realidade brasileira e realizou as análises sobre diversos pontos de vista. Sua pesquisa resulta que há diferenças relevantes sobre o projetado e o realizado, isso devido a alguns direcionadores de valor, tais como: despesas operacionais, endividamento, taxas de crescimento e reinvestimento e taxas de desconto que difere ao realizado. Os setores de química, física e ferrovia foram com maior grau de discrepância nas variáveis. As avaliações voluntárias apresentaram estar superavaliadas, e as de cancelamento de registro não apresentaram subavaliação do desempenho.

Continua

Continuação

Monte, Araújo Neto e Régio (2009)	Evidenciaram sobre a possibilidade que um analista externo possui de avaliar uma empresa, a valor de mercado, mesmo com informações restrita ao setor, de conseguir desenvolver a análise, fazendo uso somente dos dados obtidos das informações dos Demonstrativos Contábeis, como: Balanço Patrimonial (BP) e Demonstração do Resultado do Exercício (DRE), e variações de ações publicadas no site da BM&FBOVESPA, e os índices oficiais de taxa de juros e previsão de crescimento geral da economia. Usou da metodologia do FCD.	O resultado encontrado da empresa analisada foi menor em comparação ao valor Contábil e o valor registrado pela BM&FBOVESPA maior que o valor Contábil, suas justificativas para tais diferenças é devido às cotações especulativas e também devido ao caso analisado apresentar <i>Goodwill</i> negativo. Caso a existência de um <i>Goodwill</i> positivo seria possível aproximar o valor encontrado, ao cotado pela BM&FBOVESPA, isso se excluir as cotações especulativas.
Lucena <i>et al.</i> (2013)	Verificaram os laudos de avaliação das OPAs, autorizadas pela CVM, se possuem erros nos cálculos do <i>Weighted Average Cost of Capital</i> (WACC), período de janeiro de 2005 a maio de 2010. Pois o WACC é utilizado como taxa de desconto ao método FCD, motivou-se a verificar, se a aplicabilidade está de acordo com o que deve ser usado. Utilizaram somente os laudos que fez uso da variável do WACC, como taxa de desconto. Sendo realizadas análises das frequências dos dados, proporção, média, desvio padrão, além dos máximos e mínimos.	Somente um dos laudos não apresentou erros, no restante, os maiores erros foram: por não verificar a evolução do valor do patrimônio e da dívida ao utilizar do K_e (Retorno do Capital Líquido) e K_d (Retorno da dívida) de forma constante; em empresas alavancadas usaram da taxa de imposto marginal no lugar da efetiva; em empresas com diverso negócio, cálculo de um só WACC no laudo; cálculo do WACC assumindo uma estrutura de capital e deduzindo o valor corrente da dívida do valor da empresa. Esses resultados representam 30.91% dos laudos analisados.
Couto Júnior (2009)	Verificou se o método de avaliação de empresas por Múltiplos de Mercado tem seu desempenho aumentado, quando utilizado em conjunto com a ferramenta estatística <i>Cluster Analysis</i> (Análise de Agrupamento), em escolha de empresas comparáveis. Devido analistas usar geralmente de empresas do mesmo setor para encontrar o Múltiplo comparável.	Obteve um resultado que proporcionou maior aumento de desempenho da metodologia, devida à ferramenta <i>Cluster Analysis</i> reduz a dispersão, proporcionando maior homogeneidade entre o agrupamento de empresas, pois se utiliza da faixa interquartil como medida de dispersão, em relação ao que vem sendo mais usado pelos avaliadores, que selecionam empresas por setor econômico.
Endler (2004)	Em seu estudo verificou os principais aspectos usados na avaliação de empresas, as limitações e aplicabilidade da taxa de desconto que reflete o risco por meio do FCD. Analisou sob o foco de duas abordagens, sendo uma pelo meio Fluxo de Caixa do Acionista, que representa o Patrimônio Líquido obtido pelo uso da taxa de desconto de risco, o Custo do Capital Próprio; e outra, pelo Fluxo de Caixa da Empresa, que representa os fluxos gerais da empresa, obtido por meio da taxa de desconto do risco, o Custo Médio Ponderado de Capital – (WACC).	O resultado encontrado é que existem erros no uso dessas taxas de desconto: Custo do Capital Próprio e o Custo Médio Ponderado de Capital – WACC, por meio de inversões, provocando distorções.
Cunha <i>et al.</i> (2013)	Verificou a prática realizada pelo mercado, se está de acordo com o que vem sendo aplicados nos conceitos indicados pelos estudiosos de finanças, no processo de avaliação de empresas, com relação às variáveis envolvidas no cálculo do WACC. Análise embasada nos laudos de Ofertas Públicas de Aquisições de Ações (OPAs), disponíveis pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), entre 2004 a 2009.	Encontraram falta de aderência, sendo que somente 79% dos laudos avaliados aplicam os conceitos conforme autores expõem em suas literaturas, sobre o uso do WACC, pois está variável compõe ao cálculo do Fluxo de Caixa Livre da Firma (FCLF) e 13% utilizaram o CAPM para desconto da taxa do FCLF, justificam devido às empresas não terem dívida, por isso seria igual ao Fluxo de Caixa Livre ao Acionista (FCLA), 3% justificam o uso do o FCLF, devido serem financiadas no total por Capital de Terceiros (K_i) e 5% utilizou de outros métodos.

Fonte: elaborada pelo autor

Conforme as pesquisas apresentadas no quadro 1 pode ser observado, que o modelo que se destaca na mensuração de empresas, é o FCD, a evolução das publicações apresentadas, tem preocupação de evidenciar o tratamento dado a taxa de desconto, usada neste modelo para trazer o valor projetado da empresa a valor presente, o WACC, que representa ao custo médio de capital, próprio e de terceiros da empresa.

2.2 AVALIAÇÃO DE EMPRESAS/ CRIAÇÃO DO VALOR

Ao avaliar uma empresa é necessário entender alguns aspectos conforme explica Copeland, Koller e Murrin (2002, p.93) que os “pré-requisitos para fazer acontecer o valor são de que ações da empresa se baseiem em uma fundação de pensamentos ligados ao valor. Isso por sua vez, tem duas dimensões – medidas de valor e mentalidade de valor”. Copeland, Koller e Murrin (2002) quer deixar claro com relação ao ponto de vista, de como o administrante entende, ou não, a geração do valor e a forma que o mercado venha a avaliar a empresa e por quanto tempo querem criar valor e o percentual a ser avaliada.

As ideias principais de criação do valor e mensuração de uma empresa para Copeland, Koller e Murrin (2002, p. 57), se dão conforme cinco lições essenciais: que no mercado se cria valor por meio da obtenção de retornos em relação aos investimentos, que seja superior ao custo de oportunidade desse capital; que quanto mais investir em investimentos que gerem retornos superiores ao custo do capital, ocorrerá o crescimento da criação do valor, desde que exceda o custo do capital; escolha de estratégias que maximizem o lucro econômico da empresa; o valor das ações no mercado de capitais é baseado em expectativas de *performance* futura, assemelha-se ao valor intrínseco; os retornos dos acionistas estão mais sujeito às mudanças, que a real *performance* operacional da empresa.

No processo de avaliação, Assaf Neto (2003), descreve que, definir o valor é um trabalho complexo, se faz necessário usar da subjetividade, pois é derivado de metodologia para mensuração descrevendo a realidade do cenário econômico. O investidor aposta no risco, podendo ou não ter bons resultados, dependendo dos resultados desenvolvidos no futuro da empresa, ficando o investimento submetido aos riscos. O autor afirma que:

A avaliação de uma empresa não se processa mediante os fundamentos de uma ciência exata, onde se permite a comprovação absoluta dos resultados apurados. Os fatores considerados na mensuração procuram retratar a realidade esperada do ambiente econômico da empresa, estando calcados em certas premissas e hipóteses comportamentais (ASSAF NETO, 2003, p. 575).

Para projetar esses resultados os analistas buscam por informações que sem as quais

não poderia ser feito a avaliação, fazendo uma análise profunda de todos os aspectos operacionais da empresa, realizando um diagnóstico que proporcione uma compreensão clara e dinâmica do mercado em que ela atua (PEREZ e FAMÁ, 2003). O autor Assaf Neto (2003) complementa que, é natural o analista ter certo poder de arbítrio para chegar ao valor, portanto sem chegar a uma ideia firme do valor, passará prevalecer outros fatores como [...] “ordem emocional, ideológica ou, até mesmo, de interesses especulativos. Não há formula mágica de avaliação que produza um valor final inquestionável” (ASSAF NETO, 2003, p.576). Ele ainda continua afirmando que é preciso ser coerente em escolher o modelo do cálculo, necessita de um conhecimento aprofundado sobre o conceito de finanças, e suas técnicas e procedimentos e outros fatores que influenciam no valor (ASSAF NETO, 2003).

Kobori (2011) tem o mesmo ponto de vista que o Assaf Neto (2003), afirmando também, que o sucesso ao investir, depende de uma análise concisa do ambiente econômico em que a empresa está inserida e seus dados financeiros, visualizando sua competência de almejar bons resultados, além do que oferece a média do mercado, por meio desses processos o investidor se oportuna na busca de bons investimentos, podendo encontrar falhas de avaliação do mercado, fazendo assim um negócio em ações com preços menores do que realmente seriam merecidos. Ele também dá uma dica ao investidor, [...] “leia os boletins nos jornais especializados ou análises dos economistas dos bancos de investimentos e corretoras, pois lá estará à visão deles de quais serão os impactos das políticas econômicas governamentais sobre os diversos setores da economia” (KOBORI, 2011, p. 7-8). Pois é necessário entender os aspectos que poderá refletir sobre os investimentos.

De acordo com o que vem sendo relatado, o administrador toma as melhores decisões sempre ligadas em gerar o maior valor possível aos acionistas, pois eles são o que interessa. As boas decisões geram maior valor e evidente, que as decisões ruins geram menor valor a uma ação. O acionista procura investir com intuito de maiores rendimentos. Ross, Westerfield e Jordan (2013, p.9) dizem que “o objetivo da administração financeira é maximizar o valor atual unitário de uma ação”, até porque, para melhor compreensão, os acionistas são os proprietários residuais, melhor dizendo é o que fica com as sobras depois de quitar todos os compromissos, sejam compromissos internos e externos, caso fique algo sem honrar o compromisso o acionista não terá nada para receber (ROSS, WESTERFIELD e JORDAN, 2013).

2.2.1 Valor contábil e valor de mercado

O valor contábil é aquele escriturado nos livros, não é comparável ao valor de mercado, é só um preço de referencia, cada um é observado de maneiras distintas. Assaf Neto (2003) afirma com propriedade que, o valor contábil não se objetiva a refletir o valor de mercado de um ativo, sendo o valor contábil (*de book*), gerado através dos recursos próprios aplicados na empresa, com finalidade exclusiva de gerar lucro e são apresentados no Balanço Patrimonial para definir o valor financeiro e não econômico, pois pode ser observado, que o valor contábil, não tem relação direta ao valor de mercado, reflete o custo somente e o valor de mercado, agrega-se aos reflexos gerados pelo mercado.

Assim, o montante do patrimônio líquido ou valor patrimonial de uma ação, medidas contábeis frequentemente sugeridas em avaliações econômicas de investimento, nada tem a ver com o genuíno valor de mercado da empresa, estando mais diretamente vinculados ao valor de compra (custo) de seus ativos. Esses valores apurados pela Contabilidade encontram-se disponíveis a preços de custos históricos de aquisição e, no máximo, corrigidos monetariamente, em relatórios formais apurados e publicados pelas empresas (ASSAF NETO, 2003, p. 584).

Portanto a visão de Ross, Westerfield e Jordan (2013) completam o discernimento do assunto, que os ativos demonstrados no balanço patrimonial têm seus valores registrados conforme o que foi desembolsado, e não o que realmente valem no momento atual.

No caso do ativo circulante, o valor de mercado e o valor contábil podem ser similares, uma vez que o ativo circulante é comprado e convertido em caixa em um período relativamente curto. Em outras circunstancias, os dois valores podem diferir bastante. Além disso, no caso do ativo permanente, seria uma mera coincidência se o valor de mercado real (aquele pelo qual o ativo seria vendido) fosse igual ao valor contábil (ROSS, WESTERFIELD e JORDAN, 2013, p. 25).

Valores contábeis registrados em um balanço patrimonial são validos para expressar relevantes informações, como: “um fornecedor poderia ver o tamanho das contas a pagar para saber como a empresa pagaria suas faturas; um credor em potencial examinaria a liquidez e o grau de alavancagem financeira; os administradores podem rastrear o total de caixa e de estoques que a empresa tem em mãos” (ROSS, WESTERFIELD e JORDAN, 2013, p.25).

Os ativos de uma empresa nem todos são registrados no balanço patrimonial, existem aqueles de grande valor tais como “boa administração, boa reputação, funcionários talentosos e não aparecem em nenhum lugar do balanço patrimonial” (ROSS, WESTERFIELD e JORDAN, 2013, p.25).

Portanto, o valor de mercado é gerado através das expectativas futuras de desempenho, é a capacidade de gerar riquezas, já os ativos não revelam preocupação em gerar valor de mercado (ASSAF NETO, 2003). “O patrimônio líquido a preços de reposição, por sua vez, envolve quantificar o volume de capital necessário para se constituir uma empresa no estado em que se encontra” (ASSAF NETO, 2003, p.585).

2.2.3 Métodos de avaliação de empresas

Os modelos de avaliação de empresas são diversos e complementares, podendo o analista usar de vários modelos para chegar a um valor econômico justo, equilibrado, conforme a realidade do mercado da empresa (PEREZ e FAMÁ, 2003). Para Salim, Salim e Ferreira (2011), avaliar uma empresa é complicado, pois são diversos métodos e critérios que precisam ser aplicados, que sendo usado por dois analistas, chegará a resultados diferentes, essa diferença pode provocar um questionamento devido à justificativa ser extensa, provocando assim insegurança nos resultados encontrados.

A variedade de modelos existentes podendo ser mais bem observados, conforme pesquisas de Müller e Teló (2003) e Zandonadi, Rogers e Ribeiro (2004), pois eles reuniram os Modelos mais comentados pelos pesquisadores de finanças, apresentando-os conforme quando 2:

- a) **Modelos baseados no balanço patrimonial são eles:** Modelo do valor contábil; Modelo do valor contábil ajustado; Modelo do valor de liquidação; Modelo do valor substancial.
- b) **Modelos baseados na demonstração do resultado são:** Modelo do valor dos lucros; Modelo do valor dos dividendos; Modelos dos múltiplos de venda e outros modelos de múltiplos.
- c) **Modelos baseado no *goodwill* são:** Modelo clássico; Modelo simplificado da União Europeia; Modelo dos peritos contábeis europeus; Método indireto; Modelo de compra de lucros anuais; Modelo da taxa de risco relativo e de risco livre; e outras considerações sobre Modelo baseado no *goodwill*.
- d) **Modelos baseados no fluxo de caixa descontado são:** o Modelo de fluxo de caixa livre; *Equity cash flow*; *Capital cash flow*; Modelo de dividendos; *Adjusted present value* – APV e outros modelos baseados no fluxo de caixa.

- e) **Modelos de criação do valor são:** *Economic Value Added* – EVA; *Cash Flow Return On Investment* – CFROI; *Market Value Added* - MVA e outros modelos baseados na criação do valor.

Existem diversos outros modelos, dentre estes apresentados, há os que se destacam na preferência ao uso pelos estudiosos de finanças, no processo de avaliação de empresas.

2.2.3.1 Modelos baseados no Balanço

Nestes modelos Müller e Teló (2003) descrevem que, a informação obtida, é de visão estática do valor, não demonstra a evolução, nem o valor que o mercado proporciona no tempo, por mais que se faça uma correção dos ativos e passivos a valor corrente do mercado, ainda é deficiente. “Esses modelos não consideram outros fatores que afetam o valor de uma empresa, como o posicionamento no mercado de atuação, os recursos humanos, os problemas organizacionais, contratuais e outros, que não aparecem nas demonstrações contábeis” (MÜLLER e TELÓ, 2003, p.98).

O valor de realização de mercado determina o valor possível dos ativos da empresa de serem realizados individualmente em condições normais de transações dentro de um mercado organizado, ou seja, o preço razoável que se pode obter na alienação de cada um deles. Além das dificuldades naturais de avaliação, esse método não leva em consideração a possível sinergia dos ativos, fixando-se no valor pecuniário da sua realização. O valor de mercado nessas condições pode ser superior ou inferior aos valores histórico puro (nominal) ou histórico corrigido, denotando ganhos ou perdas de capital nos investimentos (ASSAF NETO, 2003, p. 577-578).

O valor de mercado poderá até ser refletido no curto prazo, isso em relação ao estoque de mercadorias e os produtos em fabricação, no entanto não haverá reflexos futuro neste ativo do valor de mercado, ou seja, em longo prazo não agrega as expectativas que o mercado proporciona (Assaf Neto, 2003).

2.2.3.2 Modelos baseados na demonstração do resultado

Nesses modelos o valor da empresa é analisado a partir do lucro, receita com vendas e outros indicadores que forneça resultado (MÜLLER e TELÒ, 2003). A informação a base do lucro é limitada, pois ignora o risco e o dinheiro no tempo e não evidencia a eficiência de mercado (MÜLLER e TELÒ, 2003 apud Martins, 2001, p.270).

O modelo do valor dos dividendos considera o valor de uma ação, através do valor presente líquido dos dividendos esperado, considerados como se fosse perpetuo a distribuição (MÜLLER e TELÒ, 2003).

A informação do valor da empresa com base no modelo de múltiplo, é encontrado através da multiplicação do volume de vendas por um multiplicador (MÜLLER e TELÒ, 2003). Este método baseia-se, em comparações de ativos semelhantes e desempenho semelhante com outra empresa e sua limitação é dividida que a cada operação, implica uma nova avaliação (ASSAF NETO, 2003). Para Megliorini e Silva (2009, p. 222) consideram [...] “que o valor de uma empresa pode ser determinado a partir de um indicador de referência, que consiste em uma variável comum entre empresas, como fluxo de caixa, potencial de crescimento, riscos, valor contábil ou receitas”. Essa comparação é feita com intuito de achar um múltiplo igual para ser utilizado (MEGLIORINI e SILVA, 2009).

2.2.3.3 Modelos baseado no *Goodwill* (Ativos Intangíveis)

Nesses modelos, o valor da empresa é resultante da diferença entre o valor contábil com o valor de mercado, neste caso pode-se utilizar de ajustes do valor contábil, sendo a sobra gerada desses cálculos, que é chamado de *goodwill*. Pois *goodwill* é uma espécie de ágio gerado por meio dos ativos intangíveis não identificáveis [...] “redes de relacionamento, carteira de clientes, recursos humanos, capital intelectual dos funcionários, reputação da empresa, entre outros itens que não estão refletidos no balanço patrimonial da organização” (MARTELANC, PASIN e CAVALCANTE, 2005, p. 177; HOSS ET AL, 2010; SANTOS ET AL, 2007; SCHMIDT e SANTOS, 2009).

O *goodwill* é um dos tipos de ativo intangível, considerado o mais intangíveis dos intangíveis, pois não é possível de identificação ou de ser separável, para ser controlado pela empresa, representa a expectativa rendimentos futuros ou ativos intangíveis não identificáveis. Mas numa combinação de negócio pertencerá a empresa adquirida, havendo um pagamento pela capacidade de gerar lucros acima do normal (IUDÍCIBUS ET AL, 2010; HOSS ET AL, 2010; SANTOS ET AL, 2007; SCHMIDT e SANTOS, 2009).

Há também os ativos intangíveis identificados, controlados separadamente do todo da empresa. Para identifica-lo existem diversos modelos de mensuração como Hoss et al (2010, p.61), apresenta-se uma síntese dos principais modelos, sendo: DIC – *Direct Intellectual Capital Methods* (este faz a identificação direta do capital humano); MCM – *Market Capitalization Methods* (se baseia no mercado, os ativos intangíveis é a diferença do valor de mercado como o valor contábil); ROA – *Return on Assets Methods* (baseia-se nos ativos tangíveis, consideram as receitas antes dos impostos) e SC – *Scorecard Methods*

(baseia-se em placares que consideram os vários componentes de ativos intangíveis ou do capital humano).

2.2.3.4 Modelos baseados no fluxo de caixa descontado

Entre todas as metodologias de avaliação de empresas, a mais conhecida e usada pelos analistas, é o método de fluxo de caixa descontado - FCD, essa afirmativa é dada por diversos autores: Müller e Teló (2003); Assaf Neto (2003); Assaf Neto e Lima (2011); Copeland, Koller e Murrin (2002) e Martelanc, Pasin e Cavalcante (2005).

Martelanc, Pasin e Cavalcante (2005) complementam dizendo, que o FCD, é vastamente usado por avaliadores, como: bancos de investimentos, consultorias e empresários. Os autores Megliorini e Silva (2009) dizem que, está metodologia proporciona o valor de qualquer ativo à geração futura, descontado a valor presente por uma taxa que reflita o risco.

Assaf Neto (2003) propõe que, a base na avaliação por FCD, são os fluxos operacionais livres dos fluxos financeiros, pois os Fluxos Operacionais são originados das atividades operacionais, disponíveis aos provedores de capitais, seja próprio ou de terceiros.

Portanto, se os fluxos operacionais forem maiores que os fluxos financeiros, logo, a empresa esta a gerar lucro (MARTELANC, PASIN e CAVALCANTE, 2005). Sendo que, o valor da empresa é avaliado através da projeção do montante que os fluxos operacionais irão gerar no futuro, trazido para o presente subtraído dos fluxos financeiros (despesas com juros e dividendos), por uma taxa de desconto aplicada, que se refere ao custo de oportunidade das varias fontes de investimento da estrutura de capitais (ASSAF NETO, 2003). Neste sentido chega-se ao valor de mercado do empreendimento, tendo ao investidor a base das expectativas para saber se o risco realmente vale apenas assumir.

Conforme a pesquisa de Miranda, Reis e Lemes (2006), o FCD é considerado a técnica que captura todos os elementos de forma abrangente e direta, tudo o que influencia no valor de uma organização. Sendo com isso, relevantes suas informações aos usuários e também, incentiva uma organização trabalhar em prol da criação do valor, mais não é útil como medida de desempenho e só é relevante quando considerado sobre toda a vida do empreendimento.

No entanto, Endler diz que há limitações, como empresas em dificuldades financeiras; empresas cíclicas; empresas com ativos não utilizados ou subutilizados; empresas

que possuem patentes ou opções de produtos; empresas em processo de reestruturação; empresas envolvidas em aquisições; empresas de capital fechado. Essas empresas necessitam de adaptações ao serem avaliadas pelo método FCD. Sendo essa metodologia umas das mais fáceis de ser aplicadas em empresa com fluxos de caixa positivos, apesar do grau de subjetividade envolvido pelo analista ao selecionar as variáveis e premissas envolvidas na avaliação da empresa (ENDLER, 2004).

2.2.3.5 Modelos de criação do valor

Entre os modelos de criação de valor, o EVA segundo Müller e Teló (2003) é o que mais é aceito e ele por si só, praticamente representa a todos. Martelanc, Pasin e Cavalcante (2005) dizem que o EVA busca o valor de uma empresa por meio do resultado operacional, depois de subtraídos os impostos, sem os encargos dos capitais de terceiros e acionistas, fazendo uma mensuração do que foi adicionado sobre os resultados esperados do capital investido na empresa.

Segundo Padoveze (2011) a própria inicial diz o significado EVA (Valor Econômico Adicionado) e esse modelo faz a mensuração por um período. Existe outro modelo, chamado MVA (*Market Value Added*) que seu conceito surge através do EVA, significa Valor de Mercado Adicionado, esse já mensura o desenvolvimento no total da empresa, podendo ser também pela soma de todos os períodos mensurados pelo EVA. Segundo Assaf Neto e Lima (2011) e Martelanc, Pasin e Cavalcante (2005) o cálculo do MVA é conforme expressão abaixo, sendo seu cálculo em determinada data:

$$\text{MVA} = \text{MV} - \text{Capital investido}$$

Em que:

MV representa o valor de mercado do capital investido em determinada data e Capital investido, é como o próprio nome diz, o capital investido em suas operações pelos acionistas e credores, sendo na mesma data em que é calculado o valor de mercado. Pode ser representado pelo patrimônio líquido contábil. É melhor, porém, que seja representado pelo valor de aquisição dos ativos (MARTELANC, PASIN e CAVALCANTE, 2005).

O MVA é considerado aquele valor, que foi adicionado, criado, agregado em relação ao capital investido, sendo medido em unidade monetária. Segundo Padoveze (2006) e Martelanc, Pasin e Cavalcante (2005) argumentam que, sempre que o valor de mercado for positivo, é porque haverá MVA aos acionistas, porém se terá riquezas, é o que interessa aos

acionistas, que tomem decisões que elevem o MVA da empresa.

Martelanc, Pasin e Cavalcante (2005) e Assaf Neto e Lima (2011), diz que o EVA/MVA é muito usado para fins internos, sendo a principal metodologia para análise de desempenho e gestão do valor.

2.3 A RELEVÂNCIA DA INFORMAÇÃO CONTÁBIL E O VALOR DA EMPRESA

A contabilidade quando utilizada no âmbito econômico, tem a capacidade de alterar as crenças dos usuários, sobre os fluxos futuros de caixa dos ativos. Sendo que, os valores dos títulos negociados em bolsas de valores, refletem essas crenças dos investidores (LOPES e MARTINS, 2005). “Podemos, então, supor que a capacidade da contabilidade de impactar o comportamento dos preços em bolsas de valores é uma aproximação válida de sua utilidade” (LOPES e MARTINS, 2005, p.76).

Lopes e Martins (2005) argumentam que a contabilidade dentro do paradigma positivo, é fundamental a relação de suas informações para com os valores dos títulos no mercado financeiro. Pois, a contabilidade, possui um contexto informativo que o mercado financeiro ainda não tem. Lopes e Martins (2005) retratam os trabalhos de Ball e Brown (1968) e Beaver (1968) que influenciaram em mudanças importantes em relação ao conceito da contabilidade. Sendo que a contabilidade deixou de ser aquela somente fornecedora de informações em um campo particular, passou a ser vista como fonte de informação no âmbito econômico aos usuários. Dessa forma, vindo a proporcionar com relevantes informações no campo financeiro, contribuindo para a tomada de melhores decisões em investimentos.

Segundo Lopes (2002, p. 7) “O mercado financeiro, de forma geral, é um dos maiores usuários da informação contábil por intermédio de analistas, corretoras, investidores institucionais e individuais, bancos de investimentos, etc.”.

Lopes e Martins (2005, p. 62) relacionam a Finanças Corporativas ao papel da informação contábil dizendo que [...] “a relevância da informação emanada da contabilidade não pode ser avaliada completamente sem a consideração dos mecanismos de governança corporativa”. Complementa dizendo também, que a contabilidade é ferramenta complementar das falhas dos mecanismos de finanças corporativas, pois esses mecanismos sozinhos não protegem aos investidores, necessitam das relevantes informações da contabilidade.

Segundo Souza (2012, p. 1320) a “informação contábil - financeira relevante é aquela capaz de fazer diferença nas decisões”. Isso mesmo no caso de os usuários às

desconsiderarem usando talvez outras fontes, mesmo assim é relevante.

Portanto “a informação contábil-financeira tem valor confirmatório se retro-alimentar – servir de *feedback* – avaliações prévias (confirmá-las ou alterá-las)” (SOUZA, 2012, p. 1321). Podendo a contabilidade ser de valor confirmatório e de valor preditivo, às vezes poderá ser de valor preditivo mesmo sendo confirmatória. Nem sempre é necessária ser relevante para ser útil à informação contábil, é preciso ter representação perfeitamente fidedigna, com atributos de [...] “ser completa, neutra, livre de erro” (SOUZA, 2012, p. 1321).

Dessa forma, se esclarece a função da Contabilidade, que se objetiva em servir às necessidades dos usuários em geral. Pois, o Conselho Federal de Contabilidade (CFC) apresenta essa mesma fundamentação, que a contabilidade proporciona uma visão muito mais ampla, é uma ciência voltada a informar aos seus diversos usuários, seja no campo econômico, financeiro ou operacional da empresa (LOPES e MARTINS, 2005).

3 METODOLOGIA

Este estudo se configura como de natureza descritiva e exploratória. Segundo Santos (2000, p. 161), destaca-se como descritiva, porque “é feita a descrição das características de uma determinada população, estudo descritivo de determinado fenômeno com suas variáveis”, e Exploratória de forma Bibliográfica.

Portanto a análise dos fatos é de ponto de vista empírico, confrontando a visão teórica com dados da realidade, que seguem o delineamento Bibliográfico e Documental (GIL, 2009). A exploração Bibliográfica é devido os dados coletados serem por meio de revisão teórica, conforme esclarece Silva (2006, p.54) que, esse tipo de pesquisa “explica e discute um tema ou problema com base em referências teóricas já publicadas” por meio do uso de material acessível ao público em geral, tais como livros, artigos, periódicos, já publicados e Documental, porque se limita em análise de documentos mantidos em órgão público e privado. Santos (2000) diz que, as vantagens da pesquisa Documental, é a confiança nas fontes documentais, sendo essenciais para qualquer estudo, é de baixo custo e o pesquisador tem contado direto com os documentos originais.

3.1 DADOS E COLETAS DE DADOS

O critério para filtragem das empresas para selecionar amostra está resumido na Tabela 1.

Tabela 1 – Seleção da amostra

Empresas ativas com ações negociadas listadas em 31/12/2012 no banco de dados Economática	367
Empresas excluídas - sem informação do Patrimônio Líquido – PL em 31/12/2012	4
Empresas excluídas - sem informação do Valor de Mercado – MV em 31/12/2012	44
Empresas excluídas - por não ter informação de valor do PL e nem do MV em 31/12/2012	5
Total de empresas após o filtro	314

Fonte: Elaborado pelo autor

As informações necessárias foram extraídas das Demonstrações Financeiras (Balanço Patrimonial) e índices de mercado das empresas que negociam ações na bolsa de valores de São Paulo - BM&FBOVESPA, somente as empresas que constam ativas na base de dados Economática^{®3} no ano de 2012.

3.2 VARIÁVEIS ANALIZADAS

Uma síntese no Quadro 2 apresenta as variáveis usadas na avaliação das empresas.

Quadro2 – Variáveis usadas na pesquisa

Variáveis (Códigos)	Descrição	Cálculo das variáveis
Valor de Book		
PL	Patrimônio Líquido	$PL = Ativo - Passivo (Obrigações)$
Valor de Mercado		
VM	Valor de mercado	$VM = P(\text{ação no mercado}) \times \text{Quantidade (ações)}$ em que é calculado multiplicando o preço da ação no mercado pelo número total de ações que compõem capital da empresa.
Intangibilidade		
GI	Grau de Intangibilidade	$GI = MV/PL$ em que: MV representa valor de mercado e PL o valor de patrimônio líquido.
Valor de Mercado Agregado		
MVA	Valor de mercado agregado	$MVA = VM - PL$ em que: VM representa ao valor de mercado precificado pelo mercado de capitais (menos) o PL é o patrimônio líquido conforme publicado nos demonstrativos financeiros, ambos apresentados pelo Economática.

Fonte: elaborada pelo autor

3.3 OPERACIONALIZAÇÃO DAS VARIÁVEIS

As variáveis deste estudo foram calculadas de acordo com os métodos utilizados para ser analisado o valor de mercado das empresas, que negociam ações na Bolsa de Valores de São Paulo (BM&FBOVESPA) no ano de 2012, em relação aos valores de *book*. Assim explicar com base na literatura e pesquisas já realizadas o que pode causar tais diferenças.

Utilizou-se de uma amostra de 314 empresas, selecionadas para as devidas análises

³ Mais informações sobre base de dados Economática acessar: www.economatica.com.br

propostas, sendo: classificadas por setores, conforme classificação do banco de dados Economática®, que correspondem a 21 setores. Desses setores, foi calculada a média aritmética de todas as empresas do setor, para apurar o grau de intangibilidade presente em cada setor. Sendo que dessa primeira amostragem, antes de separar as empresas por setor, foi retirado às empresas com PL negativo para análise em separado. Dessa mesma amostra de 314 empresas, foram selecionadas 10 empresas, por se apresentarem com maior grau de intangibilidade nesta data, ano de 2012.

3.3.1 Grau de intangibilidade - GI

Para verificar o grau de intangibilidade, usam-se do valor de mercado - MV e o valor do patrimônio líquido - PL das empresas, empregados na formula de acordo com Kayo (2002), apresentada:

$$GI = VM/PLC$$

Em que: GI = Grau de Intangibilidade; VM = Valor de mercado das ações e PLC = Patrimônio líquido contábil.

O grau de intangibilidade trata-se de uma medida relativa e considera-se que quanto maior o grau de intangibilidade, maior a participação relativa de ativos intangíveis na estrutura da empresa (KAYO, 2002).

3.3 TRATAMENTOS DOS DADOS

Os dados foram tratados de forma a alcançar os objetivos propostos da pesquisa, usando do método quantitativo e comparativo. Sendo o método o quantitativo, um ramo do conhecimento que se objetiva a resolver problemas de decisão nas áreas de economia, administração, de opinião, de comunicação, de forma a quantificar opiniões, dados, na forma de coleta de informações, que represente de forma geral a garantia de precisão dos resultados, evitando enganos e distorções na interpretação dos dados (SILVA, 2006). Já o método comparativo, é aquele que proporciona as bases lógicas da investigação, que “procede pela investigação de indivíduos, classes, fenômenos ou fatos, com vistas a ressaltar as diferenças e similaridades entre eles” (GIL, 2007, p.34).

Utilizou-se da base de dados Economática® para a coleta de todas as informações, conforme os critérios tratados na seção 3.1, a partir da base de dados Economática, foram

transportadas para planilha eletrônica do Microsoft Excel. Essa planilha eletrônica possibilitou a filtragem na seleção das empresas conforme os critérios adotados, com objetivo de realizar os cálculos das variáveis tratadas na seção 3.2. As informações foram apresentadas com auxílio de quadros e tabelas, para as devidas análises, conforme objetivo principal proposto neste estudo, de analisar o valor de mercado das empresas listadas na BM&FBOVESPA, em relação ao valor contábil, tratando as devidas particularidades envolvidas apresentadas em cada tabela.

4 RESULTADOS, ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS DADOS

4.1 ANÁLISE POR SETOR

A Tabela 2 sintetiza análise correspondente aos setores, que constam no banco de dados Economática® no ano de 2012, com o intuito de verificar o grau de intangibilidade presente entre os setores. Por meio da média aritmética apurada das empresas correspondente a cada setor, apresenta-se um índice que representa o grau de intangibilidade – GI. Está é uma medida relativa, que considera que quanto maior o grau de intangibilidade, maior a participação relativa de ativos intangíveis nas estruturas das empresas de cada setor.

Tabela 2 – Média por setor das empresas listadas no Banco de Dados Economática

Setor /Economática	PL (ano 2012)	MV (ano 2012)	GI
Software e Dados	1.595.159,50	21.910.345,61	13,74
Comércio	1.659.625,70	7.297.248,47	4,40
Transporte e Serviço	1.645.019,55	6.707.000,77	4,08
Alimentos e Bebidas	6.797.600,00	27.403.279,75	4,03
Máquinas Industriais	1.339.540,25	4.333.610,87	3,24
Têxtil	672.634,88	1.884.698,20	2,80
Outros	2.240.368,87	4.943.587,08	2,21
Química	2.149.159,63	4.581.533,54	2,13
Veículos e Peças	1.542.210,45	2.859.166,81	1,85
Minerais não Metálica	302.749,00	546.390,11	1,80
Eletroeletrônicos	771.145,67	1.354.168,58	1,76
Finanças e Seguros	8.629.474,67	13.718.033,51	1,59
Mineração	39.580.841,25	55.161.198,66	1,39
Telecomunicações	20.224.569,75	25.051.531,02	1,24
Construção	1.759.548,95	1.984.981,74	1,13
Fundos	17.572,14	19.500,00	1,11
Siderur & Metalur	4.746.674,09	5.156.681,80	1,09
Energia Elétrica	4.778.413,57	4.952.706,86	1,04
Agro e Pesca	849.511,33	852.915,83	1,00
Papel e Celulose	6.573.233,80	6.347.037,79	0,97
Petróleo e Gás	71.784.666,60	56.095.685,84	0,78

Fonte: Elaborado pelo autor

Expresso em milhares, em moeda original.

Dentre os 21 setores listados na Tabela 2, 19 apresentam índice acima de 1 e 2

setores com índice abaixo de 1. O índice acima de 1 representa que a média das empresas correspondentes aos 19 setores, agregaram valor de mercado, com valores que difere do valor contábil. Essa diferença pode ser explicada devido à participação dos ativos intangíveis na estrutura das empresas, proporcionando maiores vantagens competitivas.

As vantagens diferenciadas se devem as empresas que usam dos direcionadores de ativos intangíveis, que são agrupados em função as suas características, podendo ser representados por quadrantes conforme os agrupamentos: humano, processos, estrutural e ambiental. Analisados de forma qualitativa e quantitativa, podendo alguns direcionadores servir de pesquisa a potenciais ativos intangíveis para uma empresa (SCHMIDT e SANTOS, 2009).

Nota-se que o setor Software e Dados apresenta grau de intangibilidade superior aos demais setores, sendo que na média é 13,74 vezes maior que o seu valor contábil, ou seja, a cada R\$ 1,00 de PL aplicado em 2012, o setor de Software e Dados, na média se precifica no mercado acionário em R\$ 13,74. Essa disparidade pode ser devido seus ativos serem na maioria incorpóreos (intangíveis). Os ativos intangíveis desse tipo de setor podem ser de maioria baseados em tecnologia, relacionados à inovação ou avanços tecnológicos, protegidos por direitos legais ou contratuais, tais como tecnologia patenteada e não patenteada, softwares, base de dados, processos, etc. (SCHMIDT e SANTOS, 2009).

Segundo os autores Schmidt e Santos (2009) e Hoss *et al* (2010) existe varias fontes de ativos intangíveis presente em uma empresa que favorece a empresa ser reconhecida no mercado de capitais, tais como: ativos de mercado, que corresponde á fidelização de clientes, marcas e patentes, etc.; ativos humanos, que representa a criatividade o conhecimento, expertise, que foram acumulados pelos indivíduos que compõem a organização; ativos de propriedade intelectual, que se referem aos produtos e/ ou serviços oferecidos pelas empresas com valor intelectual agregado. São os designs, softwares, circuitos integrados, patentes, etc. e ativos de infraestrutura, que são as tecnologias, os processos de cultura organizacional, métodos gerenciais, bancos de dados dos clientes, etc..

Hoss *et al* (2010) diz que os ativos intangíveis podem ser criados a partir destas fontes, bem como através de sua combinação. Além disso, frequentemente os intangíveis estão intimamente ligados a ativos físicos e mão-de-obra, justamente por isso torna-se difícil distinguir os ativos intangíveis das outras fontes de capital, sendo um desafio identificar os ativos intangíveis gerados ao longo das cadeias produtivas em cada um de seus elos, sem

menção a questão da mensuração do valor de tais ativos, especialmente quando o ativo pode ser gerado conjuntamente a partir de diferentes configurações empresariais, a exemplo de alianças estratégicas, redes de empresas etc.

Já os setores que apresentaram índice abaixo de 1, o Papel e Celulose com 0,97 e Petróleo e Gás com 0,78, não gerarão valor de mercado agregado em relação ao seu valor contábil aplicado. Os autores Assaf Neto (2003); Assaf Neto e Lima (2011); Martelanc, Pasin e Cavalcante (2005); Copeland, Koller e Murrin (2002); Megliorini e Silva (2009) argumentam que o investimento que proporciona resultado aos acionistas é aquele que gera valor acima do valor contábil, que quando esse resultado for negativo, estará à empresa destruir valor dos investidores, não gera riqueza.

Outro ponto de vista, é que esses setores, Papel e Celulose e Petróleo e Gás, estão apresentados por média das empresas do setor, logo, somente a empresa Klabin S/A (Tabela 5, apêndice A) agregou valor no setor Papel e Celulose, em 2,06 vezes mais que o valor contábil e o setor Petróleo e Gás, as empresas responsáveis pela redução do índice, foram à empresa Hrt Petróleo precificada no mercado em 0,38 e Petrobras em 0,74 (Tabela 5, apêndice A) sendo neste caso como destruidoras de valor aos seus investidores, influenciando o setor como um todo.

4.2 ANÁLISE DAS 10 MAIORES EMPRESAS

A Tabela 3 contém a seleção das empresas que se apresentaram em destaques em MVA, resultando da diferença do MV com o PL, independente do setor de sua classificação, em relação ao ano de 2012, apresentadas com seus respectivos patrimônio líquido.

Tabela 3 – As 10 maiores empresas classificadas pela diferença entre MV E PL (MV-PL)

Nome	Setor	PL (ano 2012)	MV (ano 2012)	MVA	GI
Souza Cruz	Outros	2.365.463,00	47.091.575,31	44.726.112,31	19,91
Natura	Comércio	1.306.096,00	25.174.034,72	23.867.938,72	19,27
Cielo	Software e Dados	2.277.173,00	37.292.457,74	35.015.284,74	16,38
CCR AS	Transporte Serviço	3.308.876,00	34.340.671,04	31.031.795,04	10,38
Ambev S/A	Alimentos e	28.863.744,00	264.301.506,06	235.437.762,06	9,16
BRF AS	Alimentos e	14.538.528,00	36.533.668,30	21.995.140,30	2,51
Itaú Unibanco	Finanças e Seguros	75.902.000,00	145.741.614,86	69.839.614,86	1,92
Itausa	Outros	30.027.000,00	55.930.079,40	25.903.079,40	1,86
Bradesco	Finanças e Seguros	71.137.709,00	131.907.965,98	60.770.256,98	1,85
Vale	Mineração	152.388.190,00	215.110.249,26	62.722.059,26	1,41

Fonte: Elaborado pelo autor

Expresso em milhares, em moeda original.

Essa classificação proporciona observar o quanto de valor adicionado foi gerado acima do PL aplicado em cada empresa e também apresenta o índice que evidencia grau de

intangibilidade presente nestas empresas.

Em análises a estas empresas da Tabela 3, temos: a Empresa Souza Cruz, que se precifica em termos de mercado 19,91 vezes acima do seu valor contábil; a Natura que se precifica em 19,27; a Cielo em 16,38; a CCR SA em 10,38; a Ambev S/A em 9,16; a BRF AS em 2,51; o Itaú Unibanco em 1,92; a Itausa em 1,86; o Bradesco em 1,85 e a Vale em 1,41. Essa análise evidencia o quanto essas empresas neste período de 2012 tiveram capacidade de criar valor acima do valor contábil, ou seja, de gerar MVA para seus acionistas.

Quanto uma empresa se precifica a mais que seu capital investido no mercado de capitais, é porque houve agregação de valor, sempre que o valor de mercado for positivo, é porque haverá MVA aos acionistas, que na verdade é o que interessa aos acionistas, que o administrador tome decisões que elevem o valor de mercado da empresa. Caso o valor do MVA seja negativo, significa destruição de valor do acionista, pois o valor de mercado será inferior ao valor gasto no investimento. Sendo o MVA um valor calculado em determinada data que aponta o quanto de retorno obteve os investidores (PADOVEZE, 2006; MARTELANC, PASIN e CAVALCANTE, 2005; ASSAF NETO e LIMA, 2011 e ASSAF NETO, 2003).

Dessa forma, nota-se que as empresas listadas na Tabela 3, têm o valor de MV maior que o PL, significa que essas empresas gerou valor, ou seja, MVA, proporcionando renda aos acionistas. O que faz uma empresa ter maiores valores em MVA, ser reconhecida pelo mercado, tornando-se aquela que gere maior riqueza aos acionistas, pode ser devido as competência dos ativos intangíveis existentes na sua estrutura organizacional.

As competências centrais dos ativos intangíveis conforme Hoss *et al* (2010) são determinadas por uma combinação de várias técnicas, tais como o exame de exigências e necessidades dos clientes, assim como a combinação de perspectivas internas e externas. Sendo essas competências centrais úteis para identificar potenciais geradores de ativos intangíveis, como por exemplo: habilidades e conhecimento implícito; cultura e valores; tecnologia e conhecimento explícito; administração de processos; ativos tais como imagem, relações de cliente e redes.

Outro ponto positivo, aos ativos intangíveis é conforme argumentam Schmidt e Santos (2009) que são de aspecto de não concorrência os ativos intangíveis, dá a eles a capacidade de usá-los simultaneamente e repetitivamente sem reduzir sua utilidade, sendo assim um principal direcionador de valor dos negócios.

Observa-se também a respeito da empresa Cielo, classificada no setor Software e Dados, sendo esse o setor que apresentou o índice maior em intangibilidade na Tabela 2, que a empresa Cielo, pode ser considerada a responsável pela agregação de valor do setor, como está evidenciado na Tabela 3, apresenta um índice de 16,38 vezes que seu valor contábil. Seu grau de intangibilidade pode ser devido ao licenciamento do uso de *softwares*, há hipótese também de existir ativos intangíveis não identificados, que muitas vezes representa serem os de maiores agregação de valor a uma empresa, como por exemplo, o *goodwill*. Sendo este o intangível dos mais intangíveis, pois são os ativos intangíveis não identificados, sua natureza é de não ser separável do negócio como um todo, como por exemplo, a localização geográfica, treinamento eficiente dos funcionários, processos secretos de fabricação, clientela estabelecida, tradicional e contínua, tecnologia de ponta, etc. (SANTOS ET AL, 2007).

4.3 ANÁLISE DAS EMPRESAS COM PL NEGATIVO

Observando as empresas listadas na Bolsa de Valores BM&FBOVESPA de São Paulo em relação ao ano de 2012, há empresas que tem PL negativo, mas se apresentam como agregadoras de valor mesmo nesta condição.

Tabela 4 - Empresas com PL negativo (todas do Banco de Dados Econômica)

Nome	PL (ano 2012)	MV (ano 2012)	GI
Rede Energia	(47.630,00)	1.083.543,70	(22,75)
Bombril	(19.066,00)	416.300,50	(21,83)
All Ore	(18.386,00)	353.579,60	(19,23)
Biommm	(21.995,00)	83.300,65	(3,79)
Battistella	(65.314,00)	161.147,90	(2,47)
Wetzel S/A	(14.353,00)	19.345,20	(1,35)
Lupatech	(192.798,00)	259.055,18	(1,34)
Cemepe	(4.417,00)	3.767,47	(0,85)
Iguacu Café	(147.248,00)	116.212,00	(0,79)
Hoteis Othon	(161.109,00)	108.397,16	(0,67)
Minupar	(183.155,00)	85.201,20	(0,47)
Pet Manguinh	(522.031,00)	239.132,38	(0,46)
Recrusul	(35.529,00)	14.792,31	(0,42)
Inepar Tel	(23.322,00)	7.078,80	(0,30)
Sansuy	(307.097,00)	54.645,05	(0,18)
Laep	(413.835,00)	20.408,50	(0,05)
Agrenco	(1.112.628,00)	54.529,51	(0,05)
Pro Metalurg	(278.935,00)	11.585,60	(0,04)
Estrela	(213.481,00)	7.760,16	(0,04)
Teka	(756.198,00)	27.171,26	(0,04)
Hercules	(380.277,00)	2.601,00	(0,01)
Cobrasma	(4.499.495,00)	6.155,10	(0,00)

Fonte: Elaborado pelo autor

Expresso em milhares, em moeda original.

De acordo com a Tabela 4, apresentam essas empresas para as devidas considerações a cerca do PL negativo. Destacam-se nesta condição as Empresas Rede de Energia que se

precifica no mercado em 22,75, a Bombril em 21,83 e All Ore em 19,23 vezes mais que seus respectivos PL negativos, evidenciando assim, que mesmo com passivo a descoberto, essas empresas possuem uma capacidade de agregar valor para seus investidores. Podendo ser os ativos intangíveis o provocador do reconhecimento de mercado, gerando valor de mercado, mesmo nesta condição de negativo o seus valores residuais (patrimônio líquido) aos acionistas.

O que faz uma empresa ter o patrimônio líquido negativo é o excesso de dívidas. O que deve ser observado é que empresas em que o nível de endividamento é muito alto, o patrimônio líquido deverá ser negativo, não só por questões contábeis na obrigatoriedade de informar os prejuízos da empresa, até porque como regra básica $\text{ativo} = \text{passivo} + \text{patrimônio líquido}$, para casos em que o passivo é maior que o ativo, para que a equação feche, o patrimônio líquido terá que ser negativo (SANTOS *ET AL.*, 2007). Sendo que o PL é o valor dos resíduos que é de direito dos acionistas, sendo a sobra depois de pago todos os credores (ROSS, WESTERFIELD e JORDAN, 2000).

A dívida funciona como uma alavanca, no sentido em que utilizá-la pode aumentar tanto ganhos como perdas. Portanto, a alavancagem financeira aumenta o potencial de remuneração para os acionistas, mas ao mesmo tempo aumenta o potencial de situações de insolvências e falências (ROSS, WESTERFIELD e JORDAN, 2000).

Para saber quais recursos de capital são mais utilizados em uma empresa, é necessário observar os indicadores de endividamentos, conforme Marion (2010) diz que são os indicadores de endividamentos que nos informam se a empresa se utiliza mais de recursos de terceiros ou de recursos dos proprietários.

Que do ponto de vista financeiro, Matarazzo (2003), argumenta que, quanto maior a relação de capitais de terceiros/patrimônio líquido, menor a liberdade de decisões financeiras da empresa ou maior a dependência a esses terceiros.

Já no do ponto de vista do lucro, Matarazzo (2003) diz que pode ser vantajoso para a empresa trabalhar com capitais de terceiros, se a remuneração paga a esses capitais de terceiros for menor do que o lucro conseguido com a sua aplicação no empreendimento. Também pode ser vantajoso em época de inflação, trabalhar com capital de terceiros conforme Marion (2010) diz que em época inflacionária, é bom trabalhar mais com capital de terceiros que com capital próprio. Essa tendência é definida quando a maior parte do capital de terceiros é composta de exigíveis que não geram encargos financeiros explicitamente para

a empresa, como por exemplo, fornecedores, impostos, encargos sociais a pagar, e outros que não gerem juros.

Por outro lado, Marion (2010) diz que uma participação de capital de terceiros exagerada em relação ao capital próprio, torna a empresa vulnerável a qualquer intempérie. Em média, as empresas que vão à falência apresentam endividamento elevado em relação ao patrimônio líquido.

O endividamento em alguns casos pode até ser usado para investimento em que demande de rapidez de inovação para se manter competitivo no mercado, Marion (2010) evidencia que o endividamento em alguns países desenvolvidos é alto, chegando a 60% (40% de capital próprio), que isso se deve à necessidade de renovação do Ativo para torna-lo competitivo, que somente recursos próprios não são suficientes para atender à velocidade da renovação do Ativo, precisando-se recorrer a capital de terceiros. Dessa forma a análise do endividamento faz-se necessário detectar característica de que as empresas que recorrem a dívidas como um complemento dos capitais próprios para realizar aplicações produtivas em seus ativos para ampliação, expansão, modernização e outros. Que nestes casos é sadio o endividamento, mesmo sendo elevado, pois as aplicações produtivas deverão gerar recursos para saldar compromissos assumidos.

Agora se as empresas recorrem a dívidas para pagar dívidas que estão vencendo, Marion (2010) esclarece que essa prática pode deixar a empresa em um círculo vicioso, poderá ocorrer de se tornar insolvente e falir, por não gerarem rendas para saldar suas dívidas, recorrendo sempre a empréstimos contínuos.

Estas empresas com PL negativo, não podem ser consideradas destruidoras de valor. Porque no caso de uma empresa ser destruidora de valor, o valor de mercado dela é menor que a soma do capital investido, indicando sua inviabilidade econômica. A empresa não gera riqueza; ao contrário, destrói valor conforme diz Assaf Neto e Lima (2011, p. 770) que empresas são destruidoras caso a “soma das partes (valor de cada ativo individualmente) é menor que o todo (valor da empresa em funcionamento)”, que as empresas que são criadoras de valor, apresentam situação inversa a esta apresentada, que “seu valor de mercado é superior ao valor investido em seus ativos, indicando que o valor do todo é maior que a soma das partes” apresentando uma agregação de riqueza aos seus acionistas (ASSAF NETO e LIMA, 2011).

A também de serem observadas, as características de mercado, que cada país possui

uma específica, devido as suas influências internas, como Lopes e Martins (2005) exemplifica que, os países emergentes possuem problemas de microestrutura, aspectos institucionais como a estrutura tributária, corpo legal, etc.. Esse cenário interfere os mercados serem eficiente, pois não avaliam a informação de forma rápida, não são capazes de interpretar evidências mais complexas, são inconsistentes. Existem países que seu cenário interno permite que o mercado aja de forma eficiente, Conforme diz Lopez e Martins (2005) a informação é rápida e imediata, sendo capaz de analisar notas explicativas e outras evidências complexas.

Essa característica se divide em 3 categorias conforme diz Santos *et al* (2007) de forma fraca, forma semiforte e forma forte. O Brasil pode se encaixa na característica de mercado eficiente semiforte, conforme diz Lopes e Martins (2005) que essa categoria de semiforte, o mercado é considerado eficiente se os preços existentes refletir todo o conjunto de informação pública passadas e presentes, de forma que seja impossível a realização de qualquer tipo de lucro anormal. Santos *et al* (2007) dizem que na forma semiforte os preços refletem por informações publicamente disponíveis, ou seja, por informações dos preços passada e publicamente disponíveis; na forma fraca os preços são observados somente por informações implícitas no preço passado e forma forte os preços refletem toda informação relevante disponível, sendo toda informação publica e as privilegiadas (privada), juntamente com os preços passados. A falta de informações para um momento precifica a empresa de uma forma, mais que em outro poderá estar com maior reconhecimento por obter maiores informações.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este estudo teve como objetivo principal analisar o valor de mercado das empresas, que negociam ações na Bolsa de Valores de São Paulo (BM&FBOVESPA) no ano de 2012, em relação aos valores de *book*. Assim explicar com base na literatura e pesquisas já realizadas o que pode causar tais diferenças. Para realizar as conclusões foi feito a seleção das empresas por setor, separadas das de patrimônio líquido negativo e as 10 maiores empresas que se apresentaram em 2012 com maior valor de mercado.

Os resultados evidenciaram que o valor contábil é visto de forma diferente do valor de mercado, pois o valor contábil é aquele que consta no Balanço Patrimonial de uma empresa, que se apresenta de forma estática, reflete o custo somente, já o valor de mercado é estabelecido conforme determinação da Comissão de Valores Mobiliários – CVM, agrega-se

aos reflexos gerados pelo mercado, por meio da análise do cenário que há envolve, no sentido interno e externo da empresa, buscando-se por fontes impulsionadoras de valor e suas combinações, sendo essas fontes os ativos intangíveis.

A análise dentre os 21 setores evidencia que, 19 apresentaram índice acima de 1. O índice acima de 1 significa que a média das empresas correspondentes aos 19 setores, agregaram valor de mercado em relação ao valor contábil. Essa diferença pode ser explicada devido à participação dos ativos intangíveis na estrutura das empresas, proporcionando maiores vantagens competitivas e consequentemente gerando riqueza aos investidores. Somente 2 setores apresentaram índice abaixo de 1, em relação à média de suas empresas foram precificados abaixo do seu valor contábil, esse índice abaixo de 1, representa que não houve agregação de valor em relação ao capital investido, podendo ser considerado destruidores de valor aos seus investidores. No entanto, a média dos setores é uma medida generalizada, não podendo ser afirmado que todas as empresas do setor sejam destruidoras nesta condição de índice abaixo de 1, ou na condição de índice acima de 1 ser todas criadoras de valor.

A análise das 10 empresas de maior valor em MVA apresenta-se também com maior grau em intangibilidade, é porque houve agregação de valor, sempre que o valor de mercado for positivo, é porque haverá MVA aos acionistas, que na verdade é o que interessa aos acionistas, que o administrador tome decisões que elevem o valor de mercado da empresa. Podendo os ativos intangíveis ser os impulsionadores de reconhecimento das empresas no mercado de capitais, que os ativos intangíveis com suas fontes identificadas e controladas ou não identificada como o *goodwill*, podem ser os grandes potenciais das empresas em criar valor.

A cerca das empresas com PL negativo, o que pode ser evidenciado é que empresa mesmo com PL negativo poderá ser reconhecida pelo mercado de capitais, e receber seu devido reconhecimento no mercado, agregando valor acima de seu passivo descoberto. Que seu PL negativo poderá ser devido a uma estratégia de negócio, usando de capital de terceiros para renovar seus ativos com maior rapidez e manter-se competitiva no mercado de capitais, obtendo assim retornos que supere a dívida, mas se os recursos requeridos de terceiros não geram retornos que superem a dívida, poderá ocorrer insolvência, até mesmo falência.

Esses resultados demonstram o quanto pode ser relevante a informação contábil no contexto de avaliação de empresas, podendo ser considera como mecanismos eficientes de

controle e monitoração do desempenho da empresa e ferramenta complementar as falhas dos mecanismos de Governança Corporativa. Podendo está pesquisa ser incrementada com uso de outras metodologias em avaliação, e traçar uma explicação sobre o ponto de vista de como orientar as empresas a criar fontes impulsionadoras de valor, quais processos necessários poderá implantar em sua organização para que incentive ser reconhecida no mercado de capitais.

REFERÊNCIAS

ASSAF NETO, Alexandre. **Finanças corporativas e valor**. São Paulo: Atlas, 2003.

ASSAF NETO, Alexandre; LIMA, Fabiano Guasti. **Curso de administração financeira**. São Paulo: Atlas, 2011.

BUSARELLO, Crislaine Fávero *et al.* Analise do Fluxo de Caixa Descontado: um estudo comparativo entre as projeções segundo dados históricos e dados corrigidos pela inflação. **ContTexto**, Porto Alegre, v.13, p.77-91, jan/abr. 2013, ISSN (Online): 2175-8751. Disponível em:<http://seer.ufrgs.br/index.php/ConTexto/article/view/29928/pdf_1>. Acesso em: 18 out. 2013.

COPELAND, Tom; KOLLER, Tim; MURRIN, Jack. **Avaliação de empresas: valuation**. 3ªed. São Paulo: Makron Books, 2002.

COUTO JÚNIOR, Clovis Grimaldo. **O Desempenho do Método de Avaliação de Empresas por Múltiplos de Mercado Aplicado em Empresas Agrupadas com Cluster Analysis**. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) FUCAPE. Vitória, 2009. Disponível em:<http://www.fucape.br/_public/producao_cientifica/8/Dissertacao%20Clovis%20Grimaldo.pdf>. Acesso em: 18 out. 2013.

CUNHA, Moisés Ferreira da. **Avaliação de Empresas no Brasil pelo Fluxo de Caixa Descontado**: evidências empíricas sob o ponto de vista do desempenho econômico-financeiro. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis), Biblioteca Digital, Universidade de São Paulo. São Paulo, 2011. Disponível em:<<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/tde-08022012-181605/es.php>>. Acesso em: 18 out. 2013.

CUNHA, Moisés Ferreira da *et al.* Custo de Capital Médio Ponderado na avaliação de Empresas no Brasil: uma investigação da aderência acadêmica e a prática de mercado. **Revista Ambiental Contábil – UFRN** – Natal-RN. V. 5 n. 2, p. 20 – 36, jul/dez. 2013. ISSN

2176-9036. Disponível em: <<http://periodicos.ufrn.br/ambiente/article/view/4142/3386>>. Acesso em 18 out. 2013.

ENDLER, Luciana. Avaliação das empresas pelo método de fluxo de caixa descontado e os desvios causados pela utilização de taxas de desconto inadequadas. **Rev. Contexto**, Porto Alegre, v.4, n.6, 1º semestre de 2004. Disponível em: <<http://www.ufrgs.br/necon/5-06.pdf>>. Acesso em: 18 out. 2013.

FERNANDES, Vitória Estanilau de Aguiar *et al.* Estimação dos investimentos na avaliação de Empresas no Brasil: uma análise de aderência entre a teoria e prática de mercado. **ConTexto**, Porto Alegre, v. 13. n. 23, p. 23-35, jan./abril. 2013. ISSN (Online): 2175-8751. Disponível em: <<http://seer.ufrgs.br/index.php/ConTexto/article/view/30732/pdf>>. Acesso em 18 out. 2013.

GIL, Antônio Carlos. **Métodos e técnicas de pesquisa social**. 5ª ed.- 8 Reimpr. São Paulo: Atlas, 2007.

GIL, Antonio Carlos. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 4ª ed. – 12 Reimpr. São Paulo: Atlas. 2009

HOSS, Osni *et al.* **Gestão de ativos intangíveis**: da mensuração à competitividade por cenários. São Paulo: Atlas, 2010.

IUDÍCIBUS, Sergio de *et al.* **Manual de contabilidade societária**. São Paulo: Atlas, 2010.

KAYO, Eduardo Kazuo. **A estrutura de capital e o risco das empresas tangível e intangível-intensivas**: uma contribuição ao estudo da valoração de empresas. Tese (Doutorado em Administração) - FEA/USP, 2002. Disponível em: <http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_nlinks&ref=000250&pid=S1519-7077200600010000200016&lng=en>. Acessado em: 20 Maio 2014.

KOBORI, José. **Análise fundamentalista** [recurso eletrônico]: como obter uma *performance* superior e consistente no mercado de ações. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011. Disponível em: <http://books.google.com.br/books?id=PnU5VWkqdl0C&pg=PA155&dq=AVALIA%C3%87%C3%83O+DE+EMPRESAS+VALUATION&hl=pt-BR&sa=X&ei=I1EIUp3AJI_W9AT-7IC4Bw&ved=0CHYQ6AEwBw#v=onepage&q=AVALIA%C3%87%C3%83O%20DE%20EMPRESAS%20VALUATION&f=false>. Acesso em: 14 agos. 2013.

LOPES, Alexsandro Broedel. **A Informação Contábil e o Mercado de Capitais**. São Paulo: Thomson, 2002.

LOP ES, Alexandro Broedel; MARTINS, Eliseu. **Teoria da Contabilidade**: uma nova abordagem. São Paulo: Atlas, 2005.

LUCENA, Edzana Roberta Ferreira da Cunha Vieira *et al.* Custo Médio Ponderado de Capital: um estudo dos erros contidos em seu cálculo nas Ofertas Públicas de Aquisições de Ações registradas na Comissão de Valores Mobiliários (CVM). **ReCont- Ufal – Maceió/AL**, vol. 4, n.º1, p. 19-32, jan/abr. 2013. Disponível em: <<http://www.seer.ufal.br/index.php/registrocontabil/article/view/522/694>>. Acesso em 05 out. 2013.

MARION, José Carlos. **Análise das demonstrações contábeis**: contabilidade empresarial. 6ª ed. São Paulo, 2010.

MARION, José Carlos. Reflexões sobre o ativo intangível. **FIPECAFI**, aula virtual CTE, aula 05 jun. 2013. Disponível em: <http://aulavirtual.fipecafi.com.br/cte6404/CTE_Aula05/data/downloads/ativointangivel.pdf>. Acesso em: 15 agos.2013.

MARTELANC, Roy; PASIN, Rodrigo; CAVALCANTE, Francisco. **Avaliação de Empresas**: um guia para fusões & aquisições e gestão de valor. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2005.

MATARAZZO, Dante Carmine. **Análise financeira de balanços**: abordagem básica e gerencial. 6ª ed. São Paulo: Atlas, 2003.

MEGLIORINI, Evandir; SILVA, Marcos Aurélio Vallim Reis da. **Administração Financeira**: uma abordagem brasileira. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2009.

MIRANDA, Gilberto José; REIS, Ernando Antonio dos; LEMES, Sirlei. Valor de Empresas: uma abordagem do fluxo de caixa descontado. **Contab. Vista & Rev.**, v. 17. n. 3, p. 45-65. Jul/set. 2006. Disponível em: <<http://web.face.ufmg.br/face/revista/index.php/contabilidadevistaerevista/article/view/305/298>>. Acesso em: 10 out. 2013.

MONTE, Paulo Aguiar do; ARAÚJO NETO, Pedro Lopes; RÊGO, Thaiseany Freitas. Avaliação de Empresas pelo Método de Fluxo de Caixa Descontado: o caso da Aracruz Celulose S/A. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, ISSN 1807-1821, UFSC, Florianópolis, ano 06, v.1, n.º11, p. 37-58, jan./jun., 2009. Disponível em: <<https://periodicos.ufsc.br/index.php/contabilidade/article/view/2175-8069.2009v6n11p37/11604>>. Acesso em: 10 out. 2013.

MÜLLER, Aderbal N.; TELÓ, Admir Roque. Modelos de Avaliação de Empresas. **Revista da FAE**, Curitiba, v.6, n.2. p. 97-112, maio/dez. 2003. Disponível em: <<http://avaliacaodeempresa.com.br/adm/uploads/56pdfavaliacao-empresas.pdf>>. Acesso em: 31 agos. 2013.

MÜLLER, Neri; SCHULTZ, Charles Albino; BORGERT, Altair. Um estudo comparativo entre o valor contábil da empresa e o valor na ótica dos gestores. **Conselho Editorial da Revista Catarinense da Ciência Contábil do CRCSC**, aprovado em 15 de nov. 2006. Disponível em: <<http://www.atena.org.br/revista/ojs-2.2.3-06/index.php/CRCSC/article/view/1157/1086>>. Acesso em: 10 out. 2013.

PADOVEZE, Clóvis Luiz. **Administração financeira de empresas multinacionais**: abordagem introdutória. São Paulo: Thomson Learning, 2006.

PADOVEZE, Clóvis Luiz. **Introdução à administração financeira**: texto e exercícios. 2ª ed. São Paulo: Ceangage, 2012.

PERES, Marcelo Monteiro; FAMÁ, Rubens. Avaliação de Empresas e apuração de haveres em processos judiciais: uma análise segundo a Teoria de Finanças. **Vi Seme Ad - Ensaio Finanças**, Seminário em Administração v.6, 2003. Disponível em: <<http://scholar.google.com.br/scholar?hl=pt-BR&q=marcelo+monteiro+perez+e+rubens+fam%C3%A1+avalia%C3%A7%C3%A3o+de+empresas+e+apura%C3%A7%C3%A3o+de+haveres+em+processos+judiciais&btnG=&lr=#>>>. Acesso em: 14 agos. 2013.

ROSS, Stephen A.; WESTERFIELD, Randolph W.; JORDAN, Bradford D. **Princípios de administração financeira**. 2ª Ed. São Paulo: Atlas, 2000.

ROSS, Stephen A.; WESTERFIELD, Randolph W. ; JORDAN, Bradford D. **Administração financeira**. 8ª Ed. Porto Alegre RS: AMGH. Disponível em: <<http://books.google.com.br/books?id=a8mYdTbtj1cC&pg=PA1&dq=finan%C3%A7as+corporativas+inauthor:ROSS&hl=pt-BR&sa=X&ei=eccLUtnCEriv4APp9YDoDQ&ved=0CDUQuwUwAA#v=onepage&q=finan%C3%A7as%20corporativas%20inauthor%3AROSS&f=true>>. Acesso em: 14 agos. 2013.

SALIM, Cesar Simões; SALIM, Helene Kleinberger; FERREIRA, Carlos Frederico Corrêa. **Implantando uma empresa**: a partir do plano de empreendimento, Rio de Janeiro: Elsevier, 2011. Disponível em: <http://books.google.com.br/books?id=3RMGAAAAQBAJ&pg=PT267&dq=AVALIA%C3%87%C3%83O+DE+EMPRESAS+VALUATION&hl=pt-BR&sa=X&ei=I1EIUp3AJI_W9AT->

7IC4Bw&ved=0CGkQ6wEwBQ#v=onepage&q=AVALIA%C3%87%C3%83O%20DE%20EMPRESAS%20VALUATION&f=true>. Acesso em: 14 agos. 2013.

SANTOS, José Luiz dos *et al.* **Teoria da Contabilidade**: introdutória, intermediária e avançada. São Paulo: Atlas, 2007.

SANTOS, Izequias Estevam dos. **Textos selecionados de métodos e técnicas de pesquisa científica**. 2. Ed. Rio de Janeiro: Impetus, 2000.

SCHMITDIT, Paulo e SANTOS, José Luiz dos. **Avaliação de ativos intangíveis**. 2ªed. São Paulo: Atlas, 2009.

SILVA, Antonio Carlos Ribeiro da. **Metodologia da pesquisa aplicada a Contabilidade**: orientações de estudos, projetos, artigos, relatórios, monografias, dissertações, teses. 2ª ed. São Paulo: Atlas, 2006.

SILVA, César Augusto Tibúrcio; CUNHA, Jameson Reinaux da. Questões para avaliação de Empresas na nova economia. **ConTexto**, Porto Alegre, v. 3, n. 4, 1º semestre 2003 ISSN (Online): 2175-8751 e ISSN (Impresso): 1676-6016. Disponível em:<<http://seer.ufgrs.br/index.php/ConTexto/article/view/11635/6837>>. Acesso em: 18 out. 2013.

SOUZA, Sérgio Adriano de. **Contabilidade geral 3D**: básica, intermediária e avançada. São Paulo: Método, 2012.

ZANDONADI, Andre; ROGERS, Pablo; RIBEIRO, Karem Cristina de Souza . Avaliação através do método de fluxo de caixa livre de uma empresa do setor de tecnologia da informação. **Associação Brasileira de Custos (ABC) -XI Congresso Brasileiro de Custo**, apresentado em 27 a 30 jul. 2004.Área Temática: Gestão de Custos e Tecnologia da informação. Disponível em:<http://mba.financas02.coc.inepad.org.br/file.php/1/Material_Didatico/Modulo_8/Aula_28/LC1.pdf>. Acesso em: 15 agos. 2013.

APÊNDICES A – DADOS COLETADOS DAS EMPRESAS POR SETOR

Tabela 5 - Classificação dos setores conforme apresentados pelo Economática

Setor	Empresas	PL (ano 2012)	MVA (ano 2012)	MVA/PL
Agro e Pesca	Brasilagro	573.083,00	584.224,00	1,02
	Renar	27.944,00	22.500,00	0,81
	SLC Agrícola	1.947.507,00	1.952.023,49	1,00
	Valor médio	849.511,33	852.915,83	1,00
Setor	Empresas	PL (ano 2012)	MVA (ano 2012)	MVA/PL
Alimentos e Bebidas	Ambev S/A	28.863.744,00	264.301.506,06	9,16
	BRF SA	14.538.528,00	36.533.668,30	2,51
	Cacique	227.664,00	149.854,32	0,66
	Cosan	9.731.576,00	16.906.341,61	1,74
	Excelsior	8.231,00	22.715,70	2,76
	JBS	20.610.547,00	17.076.744,68	0,83
	Josapar	381.010,00	208.139,93	0,55
	M.Diasbranco	2.410.618,00	8.859.310,50	3,68
	Marfrig	4.156.238,00	4.039.080,82	0,97
	Minerva	751.889,00	1.607.827,55	2,14
	Sao Martinho	2.062.466,00	3.142.349,03	1,52
	Tereos	3.402.000,00	2.526.755,04	0,74
	Vigor Food	1.224.289,00	868.343,21	0,71
	Valor médio	6.797.600,00	27.403.279,75	4,03
Setor	Empresas	PL (ano 2012)	MVA (ano 2012)	MVA/PL
Comércio	B2W Digital	969.013,00	2.661.118,04	2,75
	BR Pharma	1.543.120,00	3.666.959,57	2,38
	Dimed	233.640,00	1.227.955,38	5,26
	Dufry Ag	2.767.091,00	7.979.312,30	2,88
	Grazziotin	318.617,15	348.161,84	1,09
	Imc Holdings	879.037,00	2.124.555,13	2,42
	Lojas Americ	809.472,00	17.143.782,45	21,18
	Lojas Marisa	1.039.049,00	6.032.655,97	5,81
	Lojas Renner	1.305.683,00	9.902.557,50	7,58
	Magaz Luiza	615.992,00	2.265.902,10	3,68
	Natura	1.306.096,00	25.174.034,72	19,27
	P.Acucar-Cbd	8.494.725,00	23.817.518,50	2,80
	Profarma	561.138,00	471.598,00	0,84
	Raia Drogasil	2.264.659,00	7.622.005,02	3,37
	Viavarejo	2.954.714,00	5.808.384,00	1,97
	Wlm Ind Com	491.965,00	509.475,07	1,04
	Valor médio	1.659.625,70	7.297.248,47	4,40
Setor	Empresas	PL (ano 2012)	MVA (ano 2012)	MVA/PL
Construção	Azevedo	32.153,00	53.460,00	1,66
	Brookfield	2.853.739,00	1.949.330,41	0,68
	Cr2	388.586,00	227.197,96	0,58
	Cyrela Realt	5.062.249,00	7.372.594,23	1,46
	Direcional	1.327.992,00	2.159.946,66	1,63

Continua

Continuação

	Even	1.805.093,00	2.192.958,04	1,21
	Eztec	1.654.661,00	3.770.809,88	2,28
	Gafisa	2.544.504,00	2.037.687,30	0,80
	Helbor	1.037.896,00	2.450.902,05	2,36
	JHSF Part	1.285.184,00	3.705.702,97	2,88
	Joao Fortes	632.950,00	945.420,00	1,49
	Lix da Cunha	45.191,00	12.624,90	0,28
	Mendes Jr	3.773.909,00	263.117,38	0,07
	MRV	3.801.633,00	5.719.623,38	1,50
	PDG Realt	5.017.300,00	4.394.845,88	0,88
	Rodobensimob	776.595,00	606.529,55	0,78
	Rossi Resid	2.298.112,00	1.863.818,59	0,81
	Sultepa	223.794,00	35.885,50	0,16
	Tecnisa	1.313.293,00	1.471.385,24	1,12
	Trisul	486.375,00	236.399,11	0,49
	Viver	589.319,00	214.377,60	0,36
	Valor médio	1.759.548,95	1.984.981,74	1,13
Setor	Empresas	PL (ano 2012)	MVA (ano 2012)	MVA/PL
Eletroeletrônicos	Bematech	374.705,00	297.989,33	0,80
	Brasmotor	922.122,00	2.097.155,28	2,27
	Itautec	542.866,00	407.901,51	0,75
	Positivo Inf	640.032,00	433.969,20	0,68
	Springer	118.005,00	57.792,66	0,49
	Whirlpool	2.029.144,00	4.830.203,52	2,38
	Valor médio	771.145,67	1.354.168,58	1,76
Setor	Empresas	PL (ano 2012)	MVA (ano 2012)	MVA/PL
Energia Elétrica	AES Elpa	1.822.269,00	1.385.038,77	0,76
	AES Tiete	1.808.262,00	8.478.385,06	4,69
	Afluente	45.165,00	109.138,60	2,42
	Afluente T	79.668,00	189.255,00	2,38
	Ampla Energ	2.052.826,00	4.432.442,99	2,16
	Ceee-D	1.055.154,00	735.736,67	0,70
	Ceee-Gt	2.265.143,00	823.485,85	0,36
	Celesc	1.900.780,00	1.196.687,00	0,63
	Celipa	116.369,00	69.296,42	0,60
	Celpe	1.560.698,00	1.529.546,00	0,98
	Cemar	1.226.364,00	1.625.420,60	1,33
	Cemat	1.238.556,00	637.507,20	0,51
	Cemig	12.044.062,00	19.000.813,30	1,58
	Cesp	9.879.937,00	6.027.380,18	0,61
	Coelba	2.653.672,00	7.699.637,17	2,90
	Coelce	1.560.330,00	3.499.162,34	2,24
	Copel	12.232.992,00	7.732.173,37	0,63
	Cosern	832.502,00	1.667.624,96	2,00
	CPFL Energia	6.896.660,00	20.592.669,16	2,99
	Elektro	1.936.372,00	5.033.865,70	2,60
	Eletrobras	67.083.945,00	9.664.346,64	0,14

Continua

Continuação

	Eletropar	161.683,00	588.200,00	3,64
	Eletropaulo	3.576.844,00	2.811.379,20	0,79
	Emae	646.632,00	273.407,80	0,42
	Energias BR	4.463.343,00	5.939.919,26	1,33
	Energisa	1.482.618,00	2.669.815,44	1,80
	Eneva	2.549.600,00	6.447.398,30	2,53
	Equatorial	2.527.525,00	3.469.618,28	1,37
	Ger Paranap	2.467.554,00	6.136.567,70	2,49
	Light S/A	3.025.683,00	4.551.808,22	1,50
	Redentor	424.220,00	833.134,08	1,96
	Renova	991.397,00	2.436.327,63	2,46
	Taesa	4.097.243,00	7.510.078,20	1,83
	Tractebel	5.460.177,00	21.768.952,10	3,99
	Tran Paulista	5.078.230,00	5.778.520,85	1,14
	Valor médio	4.778.413,57	4.952.706,86	1,04
Setor	Empresas	PL (ano 2012)	MVA (ano 2012)	MVA/PL
Finanças e Seguros	BmfBovespa	19.397.918,00	27.042.014,93	1,39
	Cetip	1.428.082,00	6.517.933,04	4,56
	Porto Seguro	5.062.424,00	7.594.152,57	1,50
	Valor médio	8.629.474,67	13.718.033,51	1,59
Setor	Empresas	PL (ano 2012)	MVA (ano 2012)	MVA/PL
Fundos	Rjcp Equity	17.572,14	19.500,00	1,11
	Valor médio	17.572,14	19.500,00	1,11
Setor	Empresas	PL (ano 2012)	MVA (ano 2012)	MVA/PL
Máquinas Industriais	Bardella	399.182,00	108.800,00	0,27
	Inds Romi	635.527,00	331.520,33	0,52
	Metalfrio	263.103,00	156.687,36	0,60
	Weg	4.060.349,00	16.737.435,78	4,12
	Valor médio	1.339.540,25	4.333.610,87	3,24
Setor	Empresas	PL (ano 2012)	MVA (ano 2012)	MVA/PL
Mineração	Ccx Carvao	717.377,00	348.752,01	0,49
	Magnesita SA	2.792.256,00	2.407.551,58	0,86
	MMX Miner	2.425.542,00	2.778.241,80	1,15
	Vale	152.388.190,00	215.110.249,26	1,41
	Valor médio	39.580.841,25	55.161.198,66	1,39
Setor	Empresas	PL (ano 2012)	MVA (ano 2012)	MVA/PL
Minerais não Metálica	Eternit	479.520,00	724.715,10	1,51
	Nadir Figuei	301.608,00	203.685,00	0,68
	Portobello	127.119,00	710.770,23	5,59
	valor médio	302.749,00	546.390,11	1,80
Setor	Empresas	PL (ano 2012)	MVA (ano 2012)	MVA/PL
Papel e Celulose	Celul Irani	453.999,00	253.001,60	0,56
	Fibria	15.155.756,00	12.486.829,98	0,82
	Klabin S/A	5.420.921,00	11.188.132,54	2,06
	Melhor SP	833.415,00	155.193,15	0,19
	Suzano Papel	11.002.078,00	7.652.031,66	0,70
	Valor médio	6.573.233,80	6.347.037,79	0,97

Continua

Continuação

Setor	Empresas	PL (ano 2012)	MVA (ano 2012)	MVA/PL
Petróleo e Gás	Comgas	2.257.273,00	6.615.219,30	2,93
	Hrt Petroleo	3.659.377,00	1.397.301,83	0,38
	OGX Petroleo	7.699.213,00	14.173.753,54	1,84
	Petrobras	343.079.673,00	254.851.855,06	0,74
	Qgep Part	2.227.797,00	3.440.299,49	1,54
Valor médio		71.784.666,60	56.095.685,84	0,78
Setor	Empresas	PL (ano 2012)	MVA (ano 2012)	MVA/PL
Química	Braskem	8.575.987,00	8.744.875,87	1,02
	Elekeiroz	476.152,00	234.131,38	0,49
	Fer Heringer	471.146,00	505.072,06	1,07
	M G Poliest	165.493,00	641.996,80	3,88
	Millennium	412.375,00	626.805,00	1,52
	Providencia	689.977,00	715.033,69	1,04
	Ultrapar	5.990.241,00	24.830.531,85	4,15
	Unipar	411.906,00	353.821,68	0,86
Valor médio		2.149.159,63	4.581.533,54	2,13
Setor	Empresas	PL (ano 2012)	MVA (ano 2012)	MVA/PL
Siderur & Metalur	Ferbasa	1.158.903,00	1.099.086,00	0,95
	Forja Taurus	360.900,00	389.540,50	1,08
	Gerdau	27.245.604,00	29.048.061,26	1,07
	Gerdau Met	9.965.945,00	8.639.642,32	0,87
	Kepler Weber	320.973,00	319.457,00	1,00
	Mangels Indl	27.201,00	49.446,47	1,82
	Met Duque	78.778,00	42.268,16	0,54
	Metisa	178.462,24	204.619,02	1,15
	Mundial	31.809,00	44.630,62	1,40
	Panatlantica	174.065,00	138.881,55	0,80
	Paranapanema	1.461.730,00	1.582.996,09	1,08
	Sid Nacional	8.616.897,00	17.291.525,48	2,01
	Tekno	223.741,00	249.390,00	1,11
	Usiminas	16.608.429,00	13.094.000,73	0,79
Valor médio		4.746.674,09	5.156.681,80	1,09
Setor	Empresas	PL (ano 2012)	MVA (ano 2012)	MVA/PL
Software e Dados	Cielo	2.277.173,00	37.292.457,74	16,38
	Totvs	913.146,00	6.528.233,48	7,15
	Valor médio	1.595.159,50	21.910.345,61	13,74
Setor	Empresas	PL (ano 2012)	MVA (ano 2012)	MVA/PL
Telecomunicações	Embratel Part	11.067.735,00	13.310.550,59	1,20
	Oi	11.316.554,00	14.077.429,68	1,24
	Telef Brasil	44.681.120,00	53.000.082,40	1,19
	Tim Part S/A	13.832.870,00	19.818.061,42	1,43
	Valor médio	20.224.569,75	25.051.531,02	1,24
Setor	Empresas	PL (ano 2012)	MVA (ano 2012)	MVA/PL
Têxtil	Alpargatas	1.655.624,00	5.706.419,40	3,45
	Arezzo Co	453.899,00	3.493.182,69	7,70
	Cambuci	29.195,00	75.398,40	2,58
	Cedro	297.116,00	98.366,25	0,33

Continua

Continuação

	Cia Hering	784.000,00	6.895.765,76	8,80
	Coteminas	1.062.366,00	382.674,00	0,36
	Cremer	279.656,00	423.641,80	1,51
	Dohler	411.259,00	166.419,63	0,40
	Encorpar	160.794,00	71.072,16	0,44
	Grendene	1.952.332,00	4.958.872,80	2,54
	Guararapes	2.526.929,00	7.216.248,00	2,86
	Karsten	36.367,00	22.617,42	0,62
	Le Lis Blanc	208.045,00	1.395.365,44	6,71
	Pettenati	116.040,04	47.566,02	0,41
	Santanense	245.031,00	190.659,68	0,78
	Springs	1.210.651,00	582.000,00	0,48
	Vulcabras	5.489,00	313.600,00	57,13
	Valor médio	672.634,88	1.884.698,20	2,80
Setor	Empresas	PL (ano 2012)	MVA (ano 2012)	MVA/PL
Transporte Serviço	All Amer Lat	4.203.748,00	5.656.491,00	1,35
	Arteris	1.607.084,00	6.527.213,80	4,06
	CCR SA	3.308.876,00	34.340.671,04	10,38
	Ecorodovias	2.107.576,00	9.662.447,90	4,58
	Gol	732.828,00	3.564.528,79	4,86
	JSL	949.853,00	3.006.230,28	3,16
	Log-In	530.657,00	732.033,90	1,38
	Santos Brp	1.368.901,00	3.878.700,24	2,83
	Tegma	424.064,00	2.307.795,00	5,44
	Triunfo Part	1.843.722,00	1.825.000,00	0,99
	Wilson Sons	1.017.906,00	2.275.896,56	2,24
	Valor médio	1.645.019,55	6.707.000,77	4,08
Setor	Empresas	PL (ano 2012)	MVA (ano 2012)	MVA/PL
Veículos e peças	Bic Monark	192.784,00	171.895,50	0,89
	Embraer	6.658.692,00	10.495.902,00	1,58
	Iochp-Maxion	913.038,00	2.586.708,30	2,83
	Marcopolo	1.299.925,00	5.588.904,73	4,30
	Metal Leve	1.349.080,00	3.199.974,02	2,37
	OSX Brasil	3.252.426,00	3.128.037,15	0,96
	Plascar Part	421.367,00	95.941,60	0,23
	Randon Part	1.369.496,00	2.819.545,05	2,06
	Riosulense	6.457,00	24.777,50	3,84
	Schulz	315.195,00	513.088,08	1,63
	Tupy	1.185.855,00	2.826.060,99	2,38
	Valor médio	1.542.210,45	2.859.166,81	1,85
Setor	Empresas	PL (ano 2012)	MVA (ano 2012)	MVA/PL
Outros	Abril Educa	1.040.468,00	3.027.820,59	2,91
	Alfa Consorç	819.079,00	256.447,06	0,31
	Alfa Holding	704.176,00	336.760,74	0,48
	Aliansce	1.760.540,00	3.825.759,57	2,17
	Anhanguera	2.209.139,00	5.036.512,32	2,28
	Bahema	50.715,00	40.655,14	0,80
	Baumer	55.682,00	78.400,00	1,41
	BHG	755.466,00	805.862,75	1,07

Continua

Continuação

BR Brokers	671.408,00	1.297.535,20	1,93
BR Malls Par	8.188.805,00	12.180.399,84	1,49
BR Propert	7.943.692,00	7.946.131,50	1,00
Bradespar	9.316.345,00	11.196.308,40	1,20
Casan	1.236.641,00	4.304.868,48	3,48
Contax	494.281,00	1.596.441,28	3,23
Copasa	4.990.264,00	5.220.556,25	1,05
Csu Cardsyst	161.317,00	186.911,71	1,16
Cyre Com-Ccp	628.503,00	2.060.464,50	3,28
Dasa	2.606.810,00	4.097.394,10	1,57
Dtcom Direct	4.828,00	25.820,63	5,35
Duratex	4.019.981,00	8.155.991,25	2,03
Estacio Part	707.035,00	3.426.046,40	4,85
Eucatex	1.068.651,00	727.874,40	0,68
Evora	656.504,00	822.802,00	1,25
Fleury	1.705.908,00	3.603.133,03	2,11
Generalshopp	242.873,00	538.628,00	2,22
Gp Invest	1.143.044,00	840.072,62	0,73
GPC Part	135.006,00	57.415,95	0,43
Habitasul	508.355,00	79.189,07	0,16
Hypermarcas	6.868.366,00	10.401.171,26	1,51
Ideiasnet	118.963,00	220.263,20	1,85
Iguatemi	1.773.112,00	4.312.783,30	2,43
Inepar	548.444,00	139.951,60	0,26
Itausa	30.027.000,00	55.930.079,40	1,86
Jereissati	1.672.318,00	1.570.777,24	0,94
Kroton	2.246.204,00	6.195.927,50	2,76
LLX Log	876.360,00	1.665.650,40	1,90
Localiza	1.324.753,00	7.429.773,61	5,61
Locamerica	301.795,00	792.889,93	2,63
Lopes Brasil	519.959,00	2.157.586,20	4,15
Mills	859.326,00	4.297.566,00	5,00
Mont Aranha	1.235.572,00	1.536.528,00	1,24
Multiplan	3.205.209,00	10.734.410,63	3,35
Multiplus	149.246,00	7.728.936,68	51,79
Net	4.581.541,00	9.443.934,20	2,06
Odontoprev	700.013,00	5.700.793,12	8,14
Par Al Bahia	548.804,00	379.075,00	0,69
Qualicorp	1.997.030,00	5.586.739,41	2,80
Sabesp	11.715.577,00	19.792.167,44	1,69
Sanepar	2.428.830,00	3.685.116,35	1,52
Sao Carlos	896.658,00	2.581.875,00	2,88
Saraiva Livr	515.884,00	733.943,85	1,42
Sierrabrasil	2.091.702,00	2.464.668,55	1,18
Sondotecnica	144.613,00	141.407,42	0,98
Souza Cruz	2.365.463,00	47.091.575,31	19,91
Technos	407.784,00	1.938.847,31	4,75
Tectoy	8.364,00	32.822,08	3,92
Tempo Part	279.319,00	519.366,77	1,86
Time For Fun	343.600,00	547.161,44	1,59
Trevisa	82.405,00	76.840,50	0,93

Continua

Continuação

V-Agro	1.490.322,00	1.429.592,92	0,96
Valid	512.449,00	2.526.387,50	4,93
Valor médio	2.240.368,87	4.943.587,08	2,21

Fonte: Elaborado pelo autor

Expresso em milhares, em moeda original.